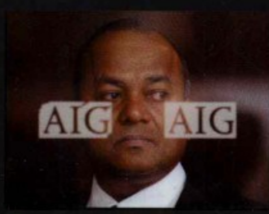
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经 CAIJING MAGAZINE
杂志丛书

张继伟 徐可◎编

谁葬送了华尔街

2007~2008年金融危机通鉴











1929年大萧条以来最为深重的金融危机，
策源于何处，走向何方？
中国能否安然渡过，甚或化危为机？
《财经》为您提供中文世界里最为前沿的报道，
最具历史感的分析。



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谁葬送了华尔街

2007~2008年 金融危机通鉴

《财经》始终秉承“独立、独家、独到”的编辑理念，以新闻的权威性、公正性、专业性的视角，以历史的见证者、参与者、推动者的身份，持续关注、报道影响中国及世界发展进程的重大事件和焦点人物，成为目前中国最具影响力的财经新闻媒体……《财经》杂志丛书的意义和价值不仅在于它对热点问题的犀利剖析促进了进化中国市场环境的努力，而且对于提升中国传媒界的职业探索和专业素养也是极具重要意义的。

——吴敬琏　国务院发展研究中心研究员

《财经》没有也不可能提供解决中国问题的完美处方。它努力做的，不过是在每一重大事件中运用独立判断能力，忠实记录时代和历史，而且一以贯之。我认为，这是《财经》与中国社会在它们共同的演化中求解中国问题的可靠途径。

——汪丁丁　北京大学教授，《财经》学术顾问



上架建议◎金融

ISBN 978-7-5086-1379-6



www.publish.citic.com

定价：39.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

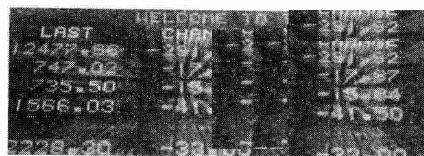


杂志丛书

谁葬送了华尔街

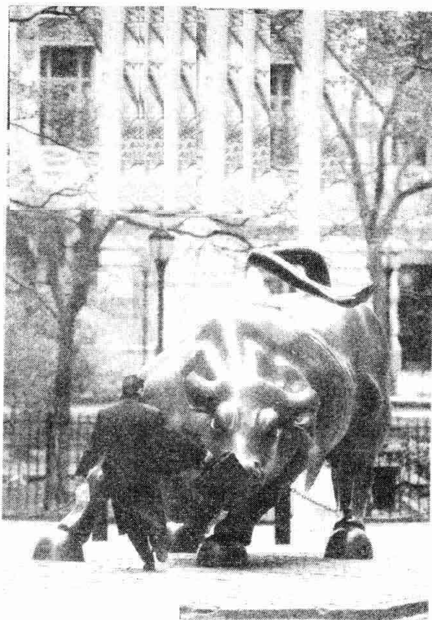
2007~2008年金融危机通鉴

张继伟　徐可　编











中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

谁葬送了华尔街／张继伟，徐可编．—北京：中信出版社，2008.11
ISBN 978-7-5086-1379-6

I. 谁… II. ① 张… ② 徐… III. 金融危机－研究－美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 174013 号

谁葬送了华尔街？
SHUI ZANGSONG LE HUA'ERJIE

编　　者：张继伟　徐　可
策 划 者：《比较》编辑室
出 版 者：中信出版股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编 100013）
经 销 者：中信联合发行有限责任公司
承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司
开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　印　　张：17.75　　字　　数：260 千字
版　　次：2009 年 1 月第 1 版　　印　　次：2009 年 1 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5086-1379-6/F · 1497
定　　价：39.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http://www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总　序

吴敬琏／文

2008 年，是中国改革开放三十周年纪念之年。

中国人历来有由当代人将当时发生的事件记录下来，以便以史为鉴的传统。我们身处伟大的时代，更应当对我们的成功与失误、进步与挫折加以记录和分析，以便总结过往经验，明确继续前进的方向，把改革开放的事情办得更好。

然而，在旧时代，修史的权力基本上被官家所垄断，以致对历史事件的记述被简约阉割为帝王的"起居注"，以此为基础修成的"正史"也在很大程度上变成了"帝王家谱"。其间，为了统治者的利益而增删修饰，更使历史丢失了它的真面目。在新时代里，这种做法不应当再重复了。

改革开放是大众的事业，亿万工农群众、专业人员、企业家、政治家参与了这一事业。将他们的辉煌业绩和失败挫折记录下来的最合适的笔者，莫过于现代社会中的"无冕之王"——新闻记者。新闻写作所要求的翔实准确，使新闻分析成为这种活历史记述的最佳文体。可以说，今天的新闻就是明天的历史。《财经》杂志丛书——这套由《财经》杂志以不同内容选辑而成的书，便是如此这般地使昨天的新闻成为今天的历史。不过，它是一部未完成的历史，因为改革还在继续，每一天都上演着激动人心的大戏，我们的《财经》媒体也源源不断地取得鲜活的素材。

2008 年 4 月 18 日，是《财经》杂志创刊十周年纪念日。自 1998 年 4 月创刊至今，《财经》杂志已出版两百余期。十年来，《财经》始终秉承"独立、独家、独到"的编辑理念，以新闻的权威性、公正性、专业性的视角，以历史的见证者、参与者、推动者的身份，持续关注、报道影响中国及世界发展进程的重大事件和焦点人物，成为目前中国最具影响力的财经新闻媒体。

《财经》走过的十年，是中国向市场经济体制转型的风雨十年，也是开始全面融入国际竞争的挑战十年。《财经》在探索新兴独立新闻媒体的发展之路上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与中国的改革开放共同成长。十年来，在中国改革最重要的时刻，《财经》都有比较完整的报道和切实的记录；在改革中一些有争议、有困惑、有风险的重要事件上，《财经》以新闻人的敏锐目光，率先进行报道，推动了事件的转折和改革的进步；《财经》在市场经济和法治建设、环境保护等方面，也做了大量具有高专业标准的报道。

十年来，《财经》杂志在我国的专业人员乃至一般民众中逐渐享有很高的声誉，这不仅是因为它用自己如椽之笔向经济中的黑暗行为投去一枝枝标枪，而且是因为《财经》杂志集合了一批有抱负、有才华、有社会责任感的新闻人。他（她）们在迷雾重重、往往受到权力扭曲的市场上，凭着赤诚的心，用单薄的肩扛起了他（她）们本来难以扛起的重担。

在市场经济中，报纸、杂志也是商品，但又不是一般的商品，而是承载着诸多社会责任、人文关怀的特殊商品。因此，如何协调业者的近期利益和社会利益是一个重要的问题。从长远看，越趋近于社会利益而避免急功近利，越能获得市场利益。因为社会的利益就是读者的利益，保证了社会的利益也就保证了读者的利益，而读者又是媒体的最终消费者。然而，经济现象往往扑朔迷离，普通投资者不一定能够凭直觉识别什么是自己的利益所在，这就使虚假的“报道”和似是而非的“理论”能够行于一时，也必定会有一些人禁不住短期利益的诱惑而背弃良知、贻害社会以致自毁长城。所以要办好媒体就必须秉持一心为读者的理想，摒弃急功近利的短见，通过自由表达对于社会的观察和分析来服务社会。媒体的操持者，还应当有对于新闻事业的感情和敬畏，以及对于无冕之王这一桂冠的持久珍惜。

《财经》杂志丛书是《财经》杂志的增值产品，此前，《财经》杂志丛书已出版《引爆 1998》（1999 年出版）、《黑幕与陷阱》（2003 年出版）、《管制的黄昏》（2003 年出版）、《转型中国》（2003 年出版）、《SARS 调查》（2004 年出版）等书目，均选自《财经》以往的一些经典报道与评论，但在汇编时，又不是简单的内容集合，而是通过其内在的逻辑性与现实的关联性，重新规划选题，并根据相关事件和人物的最新进展，予以内容的增补和完善，使其既忠于原有的历史记录，又有与时俱进的强烈的现实感。由于这样的立意和安排，其中有些报道虽已时过多年，但读来仍不觉乏味，仍有很强的现实意义。

而此次印行的《财经》杂志丛书新书，包括《企业变形灰幕》、《中国大买家》、《危机中国》、《权殇》、《“三农”变局》、《谁葬送了华尔街》、《起伏的繁荣》、《改革忆事》，它们既是以往《财经》杂志丛书的延续，也是《财经》创刊十年来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对相关报道的一次全新的汇集。相信会像以往几本丛书一样，同样受到读者的关注和喜爱。

对于《财经》杂志丛书所辑录的文章所记述的事实是否有差错，它们所表达的观点是否全都正确，人们完全可以见仁见智，做出自己的评论。但其中的许多文章，闪现出了上面讲到的那些新闻人应当具有的精神光芒，而且往往妙笔生花、引人入胜，因此《财经》杂志丛书的意义和价值不仅在于它对热点问题的犀利剖析促进了净化中国市场环境的努力，而且对于提升中国传媒界的职业探索和专业素养也是极具重要意义的。我十分乐意为之作序，并希望《财经》杂志丛书今后越出越多，越出越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序曲　变革时代的来临

美国东部时间2008年11月4日，奥巴马以悬殊的优势当选美国第44任总统，这注定要成为一个划时代的事件。在大选之初，整个美国社会的共识是，此次大选只有一个核心议题：伊拉克战争。然而时过境迁，美国大选确实只剩下了一个议题：金融危机，1929~1933年大萧条以来最为深重的全球性金融危机。

然而，即使最富远见的政治家和金融家，也难以预料肇端于2007年初的次级抵押房贷危机会以如此迅速、广泛、深刻的方式影响整个世界的经济界、政治界甚至思想界的版图。正是在这个意义上，奥巴马的“变革”姿态才如此切中要害，而美国以及整个世界的未来也更加充满了不确定性。

事实上，回顾过去两年间政府熨平市场的一切努力，都因其治标的本质而收效不佳，经济衰退最终仍然以强烈的姿态呼啸而来。

从2007年春贝尔斯登旗下两只对冲基金的清盘，到秋天全球央行第一次联手注入流动性资金；从花旗集团和美林集团更换CEO，到2008年3月贝尔斯登被接管；从房利美和房地美国有化到雷曼兄弟倒闭；从华尔街投行集体沉没到冰岛财政危机；从富通解体到欧盟恐慌；从“保尔森计划”到英国式注资；从韩国货币贬值到日本救市；从次贷产品到债务抵押债券、信用违约掉期；从货币市场到商业票据市场；从金融震荡到实体经济受损；从衰退在望到萧条隐现……金融危机的层层递进，伴随的是全球政府的一次次措手不及。

在令人瞠目的大变局面前，传统价值正在面临重估的任务：

- 在微观层面，制造出复杂衍生品的金融工程师犯了什么错？华尔街的高杠杆模式为什么忽然失灵？评级公司和会计准则是帮凶吗？催生出庞大的场外交易市场的国际金融监管体制应负有何种程度的责任？
- 在宏观层面，“金砖四国”的崛起、国际经济失衡与金融危机有着怎样的关联？布雷顿森林体系以来的国际货币体系面临着何等挑战，美国、欧盟和新兴市场将各自接受怎样的命运？全球金融协作机制应以何种方式展开？
- 在理论层面，撒切尔夫人、里根时代以来风行三十年的自由市场理念被动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摇了吗？凯恩斯主义将在多大程度上得以回归？全球化和自由贸易理论会受到什么样的冲击？

- 对于中国，正在快速融入世界的中国在这场危机中究竟应扮演什么角色，这是一场在劫难逃的灾难，还是千载难逢的机会？无论是灾难还是机遇，中国准备好了吗？

在这个动荡的时刻，没有人能够洞悉资本市场的一切秘密，也没有人能够给出轻而易举的答案。近两年来，《财经》一直试图站在前沿阵地，跟踪市场的跌宕起伏，探究风云事件的原委，追寻接近真相的解释。此次结集出版，我们希望能够提供更为连续的事件脉络和更具对照性的视角，以待察者明辨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

总序　XI

序曲　变革时代的来临　XV

第一篇　魔鬼出瓶　1

两只对冲基金的倒掉　2

贝尔斯登两名基金经理的诉案，刻画出一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

蝴蝶扇翅，全球共振　8

美国次级抵押信贷衍生品市场崩盘，为什么会引发一场席卷全球的金融风暴？

美国房地产“急转弯”　17

在房市面临“拐点”的时刻，以“透支型”消费为特征的美国经济将走向何方？

第二篇　星星之火，燎原之势　21

华尔街再洗牌　22

美林董事长奥尼尔和花旗董事长普林斯的下台，使人们意识到危机可能比预想的要糟得多。

全世界央行，联合起来！　28

2001年以来五大央行第一次大规模合作干预货币市场利率，显示出央行们应对这场危机的政策手段已将用尽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告别 60 年来的繁荣 34

危机以超乎想象的力度和速度袭来，乐观情绪逐渐散去。

特里谢的警告 41

欧美经济走势有了分野，货币政策协同出现分歧，次贷危机此起彼伏，弱势美元重塑国际金融市场格局。

贝兰克梵：次贷危机谁之过？ 50

当数学模型的局限性被市场遗忘的时候，危机就临近了。

超级基金必败 55

创立结构性投资载体的金融机构将不得不披露更多的损失。美国很多大型金融机构的首脑，也许不是绝大部分，会丢掉饭碗。

第三篇 华尔街的第一滴血 61

贝尔斯登，丧钟为谁而鸣？ 62

华尔街被深深震撼，越来越多的人开始将目前的危机与1929~1933 年的大萧条相提并论。

美联储的工具箱 73

以大幅度的货币扩张应对金融危机，也就是用“直升机向民众撒钱”。伯南克无愧于其“直升机大本”的绰号。

中信和贝尔斯登：从婚礼到葬礼 76

通过中信证券进入中国市场，是贝尔斯登缓解次贷冲击的战略性布局，可惜形势比人强。

第四篇 大危机前夜 79

假如“两房”倒了 80

“美国已经处在自大萧条以来最糟糕的金融危机之中。”纽约大学商学院教授鲁里埃尔·鲁比尼如是说。

“火箭筒”出手 86

“两房”的生存危机加剧，美国政府的干预已经不可避免。

“两房”教训 92

接管“两房”，不是一个值得盲目仿效的先例，而是一出不幸的金融悲剧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"次级"金融体系及其病灶　97

美国此次的金融危机实质上就是美国金融体系失职的危机，是美国金融体系的"次级性"表现。

第五篇　华尔街生死簿　103

自救者美林　104

要保全性命于乱世，必须大幅度地减计坏账、不惜血本地甩卖资产，以及欢迎一切投资者。

雷曼命运倒计时　109

雷曼的甩卖、融资似乎总是慢半拍，每次自救行动都加剧了投资者的质疑。

审判日　111

华尔街的"黑九月"、7 000 亿美元救赎，以及独立投资银行模式的破产，是美国金融危机的最高潮吗?

第六篇　凶手与替罪羊　121

谁击沉了"无敌舰队"？　122

独立投资银行第一次从华尔街全部消失，游戏规则会随之改变吗?

普林斯：新危机有什么不同　130

这次危机与以往不同之处在于涉及房产市场，这与以前的 IT 泡沫是不一样的。

约翰 · 桑顿：华尔街不会消失　133

过去推动华尔街前进的力量并没有消亡，以后还会继续发挥作用。

会计准则修改"刻度"　138

尽管国际会计界认为，病人发高烧时不应指责体温计，但最终妥协的力量还是占据了上风。

第七篇　保尔森屈膝　143

激辩"保尔森计划"　144

美国财政部和美联储越来越像华尔街的"佐罗"，在金融大鳄们临危的一刻出现，救其于将亡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么保尔森错了　151

最大的风险是，少数融资者的利益将损害资本主义的基本运作。从资本家手中拯救资本主义的时间到了。

为什么保尔森（可能）是对的　154

保尔森的史上最大一搏，将如何发挥效用，为什么可能不会让纳税人付出太大代价?

B计划难救美国　157

7 000亿美元援救计划只能短期提振市场信心；排斥来自非西方国家的投资，是美国解决当前问题的主要障碍。

第八篇　危机全球化，营救全球化　163

金融海啸横扫欧洲　164

全球性的危机，需要全球性的努力来解决。是否需要一个国际性机构来承担维护全球金融稳定的职责?

富通解体　171

富通的解体，集中体现了欧洲市场的窘境。割据的欧盟各国无法迅速拿出稳定市场、控制系统性危机的举措。

世纪大救赎　177

在“商业信用”几乎分文不值的时候，只有用“国家信用”取而代之。

G20峰会：迎接新世界　185

一个有趣的细节是，G20领导人的合照中，布什以东道主身份居于正中，左右两侧则分别为中国国家主席胡锦涛和巴西总统卢拉。

索罗斯：我们需要国际“资金池”　191

美国仍需要财政刺激计划，投资应用于应对全球变暖，监管和效率之间需要小心寻找平衡，中国可承担重任。

霍华德·戴维斯：政府能做些什么?　196

金融体系本身最坏的时刻过去了，但我们应当对经济状况感到忧虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九篇 中国镜像 205

中投：来自华尔街的诱惑 206

在逐步调整体制问题和协调海外投资准则之际，面对惊涛骇浪中的华尔街，中投公司遇到了前所未有的投资选择。

货币市场基金惊魂 212

中投不幸陷入美国号称最安全的货币市场基金的赎回风波。

危机之痛波及中国 219

雷曼破产引发的银行敞口只是序曲，随着金融危机的深化，相应风险还会次第显露出来。

雷曼“迷你债”大风波 224

复杂的衍生工具、银行的过度销售、投资者的盲目跟进，雷曼“迷你债”的兴衰正是金融危机的香港缩影。

尾 声 231

后泡沫世界的陷阱 232

世界能否从这次宏观震荡中汲取深刻的教训？美国和中国可能是其中的关键，而近期的迹象并不乐观。

经济全球化与金融危机 243

全球共同行动、跨国监管、尊重国际经济变局、坚持市场原则和全球化趋势，是整个体系改革的关键所在。

附录 全球金融危机大事记 257

名词解释 263

跋 与民间力量一起成长 265

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

魔鬼出瓶

两只对冲基金的倒掉

蝴蝶扇翅，全球共振

美国房地产“急转弯”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两只对冲基金的倒掉

贝尔斯登两名基金经理的诉案，刻画出一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

2007年4月，新世纪房贷公司申请破产保护，标志着2001年来启动的新一轮金融创新雕琢出的华尔街神话出现了第一道裂痕。在此之前，复杂衍生品和高杠杆经营模式推动下的牛市，一直以高度灵活、臻于完美著称，从格林斯潘到市场分析员，每个人都为市场自律下的资金使用效率而叹服。

然而真正把魔鬼放出魔瓶，让人们领教次级抵押房贷（Sub-Prime）和债务抵押债券（CDO）的复杂性及其致命后果的，还是2007年6月贝尔斯登旗下两只对冲基金的倒掉。

此后，故事已经远远超出了两个基金经理贪婪与背德的个体范畴，整个华尔街在未来的一年里将受到最为严厉的摧毁，从次贷到债务抵押债券，再到信用违约掉期，从衍生品到实体经济，从美国到欧洲，再到新兴市场，全球金融体系乃至经济体系的基石被剧烈撼动。

一场真正的瘟疫开始了。

一切得从2003年10月说起。那时，贝尔斯登还是美国第五大投资银行，也是不动产放款抵押证券领域的领导者。它成立了一只新的对冲基金，也就是后来垮掉的High-Grade Structured Credit Strategies Fund（下称HGF）。这是一家主要以债务抵押债券为投资标的的基金。此后，贝尔斯登又成立了另一只类似的基金，即High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund（下称HGELF）。

这两只基金的倒闭，引发了一连串法律诉讼，两位基金经理拉夫尔·乔菲和马修·坦宁甚至受到刑事指控。这两个案件的法院文件所揭露的细节，正好为我们刻画了一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

创新，再创新

要认识HGF和HGELF，需要从次级抵押贷款（Sub-prime Loan）说起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次级抵押贷款是一种高风险的房屋贷款。它的风险在于借款人只支付很少的首期金额，借款人的收入和资产状况还有可能不足以支付所有的贷款，也就是出现拖欠。那么，为何银行还愿意做这样的贷款？如果银行必须持有这些贷款并承担拖欠风险，那当然不会出现如此多的次级贷款。但是，美国的资本市场允许银行将次级贷款和其他质量较好的贷款一起打包，然后卖掉。

华尔街的投资银行要么自己把这些贷款池买下来，要么充当经纪人为其他金融机构购买做安排。而最初的借款银行就此摆脱这些贷款，并拿到现金去做更多的贷款。因为可以把次级贷款卖掉，这些银行日益忽视贷款的质量，许多贷款者根本就没有能力支付他们取得的贷款。

投资银行随后又创造了将这些房屋贷款集合证券化的方式，即所谓的特殊目的机构（Special Purpose Vehicle，SPV）。作为华尔街的创新榜样，特殊目的机构被分割成被称为“tranche”的不同类别，新的债权证券，也就是债务抵押债券，被创造出来。

每一个类别都有不同级别的风险和收益，并由标准普尔、穆迪或惠誉给予不同的评级。高级类别的资产质量最高，也能最优先获得偿付。接下来是初级或者中级类别，最后才是股权类别。保守的投资者，包括对冲基金、商业银行和养老金计划可以购买质量评级为 AAA 或者 AA 的债务抵押债券；而投机者，或者发行证券的投资银行，则可以持有那些风险性最高的股权类别，这些类别有时被称为“有毒废料”。

事实证明，评级机构并没有恪尽职守。它们完全依赖贷款拖欠的历史模型，而不考虑过热的房地产市场和持续下降的贷款质量。所以一旦房地产价格开始回落，贷款转坏的幅度远远超过它们的预期。

2003 年 10 月，HGF 成立。它被贝尔斯登描述成一只主要投资于低风险、高评级证券——比如被标准普尔评级为 AAA 或 AA 的债务抵押债券——的基金，推荐给投资者。这只基金通过使用杠杆工具来提高回报率。而杠杆意味着基金本身要借钱来投资更多的债务抵押债券。更高的杠杆带来更高的回报，但不幸的是，也带来更高的风险。

贝尔斯登告诉投资者他们预期的收益率在 10%~12% 之间，而风险很低。这个收益率比普遍的银行利率、LIBOR 和货币市场利率都高，许多投资者都把钱投给了这只基金。最后，HGF 募集的资金大约为 15 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“天”开始黑了

头两年 HGF 干得不错，但随后美国房市开始掉头向下。从 2006 年初开始，基金经理们开始收到一些大额的赎回请求，这让基金经理们很头疼。

因为基金持有流动性差的证券，比如许多债务抵押债券，基金的管理层一般会阶段性地估算这些证券的市场价值，或者说给这些证券定性。从基金的利益出发，他们更愿意高估证券，因为这种估价计算基金会有更好的表现，并决定他们收取的业绩费——HGF 的基金经理会收取利润的 20% 作为业绩费。

一旦出现赎回，基金就必须在公开市场卖掉一部分证券，这意味着要面对比他们内部评估低的市场价格。其结果是，必须做出亏损报告并放弃部分乃至全部的业绩费。更糟的是，亏损报告可能会吓坏其他投资者，导致更多的赎回，从而形成恶性循环。

可能是出于对这些问题的担心，2006 年 8 月，贝尔斯登成立了另一只基金——一只更高杠杆版本的 HGF，即 HGELF。给它起了这么长的名字，我想任何人都会心存疑虑。他们说，这只基金是上一个的升级版本，而且回报率更高。当然了，更高的杠杆就有更高的风险。可他们还宣称新基金是相对安全的，因为他们的管理技能高超，并会做一些对冲。

贝尔斯登鼓励那些考虑从 HGF 赎回资金的投资者把钱投到 HGELF，并且为 HGELF 招揽新客户。基金经理乔非和坦宁还告诉潜在的投资者，他们会把自己的钱也投到 HGELF 中，可后来的刑事诉讼材料证明这纯粹是一派胡言。

其实，HGF 和 HGELF 的健康运转依靠的是稳定或者上升的房市。因为使用了杠杆，尤其是杠杆更高的 HGELF，它们极容易在房价回落中受伤。房地产价格即使下跌幅度非常低，也足以威胁基金的表现。

到 2007 年初，美国房市经历了大幅度的回落。这次调整是从 2006 年中开始的。标准普尔的 CASE-Shiller 房产指数，从 2000 年 1 月的 100 点上升到 2006 年 7 月的 206 点。但从 2006 年 8 月开始，这个指数就逐月下跌，并且跌势还在持续。紧随房价下跌而来的是经济放缓。

对基金来说，最重要的是房贷拖欠率开始攀升，尤其是在次级贷款中。乔非和坦宁对房地产市场的惨状心知肚明，也知道基金有大麻烦了。

隐瞒与欺诈

拉夫尔 · 乔非是新泽西人，身兼贝尔斯登资产管理公司和贝尔斯登公司的资深董事总经理。通过贝尔斯登资产管理公司，乔非担任了 HGF 和 HGELF 的高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级基金经理。马修 · 坦宁是纽约人，是贝尔斯登资产管理公司的资深董事总经理，同时担任 HGF 和 HGELF 的首席运营官。

2007 年 3 月，乔菲和坦宁已经意识到他们的基金以及他们自己的职业生涯都已危机四伏。乔菲写过一封电子邮件给他的同事："我对市场感到害怕。坦宁说这若不是市场崩溃就是有史以来最佳的买入时机，而我更倾向于前者。正如我们讨论过的，对整个经济来说可能不是崩溃，但在我们的世界就是如此了。" 他还写道："我对我们 3 月的表现感到恶心。"

可是同一时间，他们却给投资者描画了一幅瑰丽的图景。3 月 7 日，乔菲告诉一个联络着 40 个基金客户的贝尔斯登的经纪人，他相信他们拥有令人惊叹的市场机会！

同一天，坦宁则建议同一个经纪人，"追加更多到我们的基金中。"

更糟糕的是，2007 年 3 月 23 日，乔菲开始从他们的基金中转移出属于自己的 200 万美元。显然，乔菲从没告诉投资者自己的举动。这个行为在刑事指控中非常突出，因为这意味着欺诈。

2007 年 4 月 19 日，一位基金管理团队的成员发表了一个报告，表明基金所持有的债务抵押债券价值比之前预计的大大缩水。几天以后坦宁也说："次贷市场看上去非常糟糕……如果我们相信关于债务抵押债券的报告准确的话，我想我们应该把基金关闭了。如果这个报告是对的，那么整个次贷市场都完了。如果 AAA 的债券被系统性降级，那么我们绝无赚钱的可能。"

这个时候，因为房市不断下跌，几乎所有的基金投资者都开始担心了。许多人要求赎回资金。但在 2007 年 4 月 25 日一个电话会议上，坦宁说的与他在内部所描述的基金将面对的情况相反，"我们对自己的处境非常满意……基金的架构正以它当初设计的方式运作。"

直到 5 月，乔菲和坦宁还在谎话连篇，隐瞒基金赎回的规模和数量、乔菲自己在基金中的投资情况以及基金的业绩等。

但到了 2007 年 6 月 7 日，投资者终于被告知，他们不能再从 HGELF 赎回他们的投资了。6 月 26 日，同样的通知发给了 HGF 的投资者。这两只基金已经亏光了所有资产，投资者损失接近 14 亿美元。

诉讼进行时

这一案例必然引起美国证监会（SEC）的关注。美国证监会从 2007 年夏天开始对两只基金的破产进行调查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在收集文件和其他与调查相关的信息的过程中，贝尔斯登发现，坦宁在2007年用于做记录的台式电脑以及乔菲的一本在2007年1月1日至6月17日间用于手写记录的笔记本，双双失踪。这两起失踪可能并不是有预谋的，只是巧合，但是看起来太让人怀疑，尤其联想到两位当事人在事件中的言行。

在两只基金垮台之后，投资者先后提出了数起法律诉讼。

其中突出的一起是巴克莱银行在2007年12月19日提出的诉讼。巴克莱银行同意为这两只基金提供杠杆，从而成为基金的参与者，也因此直接卷入基金讼案。巴克莱银行起诉的理由共有14项，包括在（基金）管理和运作过程中的欺诈、共谋欺诈、过失误述和重大过失等。

另外一起主要诉讼就是基金清算人提出的案件，称为Varga案。此案在2008年6月30日提交了修正后的诉状。这个案子有好几个被告，包括贝尔斯登公司、贝尔斯登基金管理公司、拉夫尔 · 乔菲、马修 · 坦宁、其他贝尔斯登雇员以及审计方德勤等。

修正后的诉状共有234页，指控贝尔斯登公司以及乔菲和坦宁等人实行了诈骗行为，直接导致基金投资者蒙受超过15亿美元的损失，要求赔偿。它还指责贝尔斯登："将两只基金当成垃圾倾倒场，接受贝尔斯登账内其他有害投资，包括通过大量不被允许的内部交易。"

审计方德勤事务所也被指控实质性地参与并促进了欺诈行为。审计师被指控为基金出具看似公正客观的审计报告，帮助其吸引投资者，而实际上却并没有恪守第三方独立审查的职责。诉状还披露德勤从贝尔斯登处收取大量的审计费，仅2007财政年度一年就超过2 000万美元。

此外，原告还指控上述被告向投资者进行了很多虚假的陈述。比如贝尔斯登基金管理公司在2007年4月25日召开例行的电话会议，而一天前审计师刚出具了无保留意见的审计报告，并且几天之后就会公布这些审计结果。但是，贝尔斯登方面并没有在电话会议中告诉投资者，他们的基金正历经磨难，处在垮掉的边缘。相反，乔菲和坦宁说基金的前景和债务抵押债券市场都是乐观的。

明明知道问题的严重性，却向投资者给出如此正面的表述，正是此案以及后来的刑事诉讼中关于投资欺诈指控的重要依据。

2008年6月18日，美国地方法院（纽约东区）大陪审团回复了针对拉夫尔 · 乔菲和马修 · 坦宁的起诉。起诉中包括了九个罪项，其中对第五项到第九项的描述是直接引自起诉书的。两人的欺诈行径可见一斑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败局的启示

不难理解，这两只基金的垮掉引起了广泛的关注。因为，首先它们损失巨大，而贝尔斯登和它的雇员直到基金垮掉前还在唱赞歌；其次，它与一年后贝尔斯登自身的败局也息息相关（摩根大通在2008年5月30日并购了贝尔斯登）；更重要的是，这个事件提供了理解次贷和房市危机更严重问题的启示。因为在这个故事里面，两只基金的兴衰存亡与许多其他对冲基金的失败和毁灭可谓异曲同工。

首先，这些基金起初都是为达到一个不现实的目标而设计出来的。它们试图在承担相对低风险的同时，创造出10%~12%的年度收益率。要达到这么高的收益，唯一的做法就是使用杠杆工具。这种方式在大多数时候是可行的，但不是所有时候。

其次，由于高昂的费用和工资，董事、审计师和其他借款人都没有恰如其分地监控基金运作。正如在安然事件中，所谓的独立审计师根本不可能客观地面对这样一个大客户。

第三，第一只基金开头表现良好，这好像验证了贝尔斯登的想法。在这种通常无法实现的高回报诱惑下，投资者把大量的资金投入了这些基金。

第四，在严重危机出现最初的迹象时，乔非和坦宁害怕或者不愿意与投资者诚实地沟通。毫无疑问，他们在企盼情况会有所好转。这也是人性在应对坏消息时通常的反应。

第五，当基金经理们面对失败和名誉扫地的时候，他们继续逃避说出整个事实真相，甚至涉足更糟糕的陷害行为。就像苏格兰作家Walter Scott爵士说的：“天啊，一旦我们尝试去欺骗，我们编织的谎言网是多么惊人啊！”

到最后，一切回天乏力了。

《财经 · 金融实务》2008年8月4日　保罗 · 麦恩泰（Paul McEntire）/ 文

作者为美国Palo Alto咨询公司主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蝴蝶扇翅，全球共振

美国次级抵押信贷衍生品市场崩盘，为什么会引发一场席卷全球的金融风暴？

2007年6月之后，坏消息此起彼伏。继贝尔斯登旗下两只对冲基金关闭之后，7月澳大利亚麦格理银行旗下基金在次级抵押信贷市场受损，标准普尔和穆迪两个评级公司对超过170亿美元高风险抵押贷款支持的债券发布警告，美国家庭抵押信贷投资公司（American Home Mortgage Investment）也关门大吉。

8月初，美国最大的独立抵押信贷商全国金融公司（Countrywide）称，风暴已经波及高质量的按揭贷款。至此，由次级抵押贷款引发的危机全面展开。

紧接着是全球范围中央银行的首次联合行动。由于市场日益恶化，在8月9日和10日两天内，欧洲、美国、加拿大、澳大利亚、日本等央行总共注资3 023亿美元，是“9·11事件”后最大的一次全球央行联合行动。8月14日，欧洲央行再向欧元区银行系统注资77亿欧元，其注资总额已超过2 100亿欧元。

远离次贷风波中心、一度被认为相对安全的新兴市场亦持续暴跌，其幅度甚至比发达市场犹有过之。韩国、巴西、墨西哥、中国香港的股市均大幅下跌，一日跌幅超过5%以上者比比皆是。8月17日，香港恒生指数一度下跌超过1 200点。显然，随着国际资本变得极端厌恶风险，它们正在撤离新兴市场。

实行严格资本管制的中国A股市场受波及程度最浅，但上证综指也于8月16日、17日连续两日下挫百点。

金融风暴的根源来自于一直以来并不为普通人所熟悉的次级抵押信贷市场。一个个问题接踵而来：为什么资产总额仅有6 000亿美元的次级抵押信贷市场，其偿付风险会引发全球性的金融风暴？它是又一个1998年的长期资本管理基金危机，还是犹有过之？美国和全球经济是否会因此陷入停滞的泥潭？不安和恐慌仍然充斥着市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风暴之源

危机在美国这个号称全球最完善的金融市场中产生，绝非无因。

次级抵押信贷源自美国房地产市场。美国发放房屋抵押贷款，要按借款人的信用好坏和钱包大小分个三六九等；有给信用好的借款者的优质抵押信贷（prime mortgage）和给信用差的借款者的次级抵押信贷（Sub-prime mortgage），中间还夹了一种信贷（Alt-A mortgage），给那些信用不好不坏的人。

次级抵押信贷的兴盛可以追溯到六年以前。2001 年，美国在遭受“9 · 11”恐怖袭击之后，经济放缓。为刺激经济增长，美联储把联邦基金利率逐次调低到了 1%。此举收效不小。2003 年三季度的 GDP 增长猛冲到了 9.7%，达到了 1990 年以来的最高速。然而，其副作用也不容忽视。香港证监会前主席沈联涛指出，降息产生的房地产泡沫是当前危机之源。

低利率为次级抵押信贷的兴盛提供了绝好的温床。利率就是钱的价格，价格便宜，流动性当然就越来越多。按揭提供商们努力想把手头上丰富的钱贷出去；而房屋购买者们，特别是以前没钱买房或因信用记录差而贷不到款的人，也趁此良机纷纷买房。

信贷提供商想出了各种办法吸引那些囊中羞涩又无良好信用记录的美国人，比如所谓“2/28”按揭计划。在此计划下，30 年的贷款，借款者在头两年可以只还很少的利息，而余下的 28 年利息则通常要比优质抵押贷款利率高 3%。众多买房者倾向于先把房子买了，余下的事情两年后再说。

Moody’s Economist.com 的经济学家鲍兹（Zoltan Pozsar）对《财经》记者说，普通老百姓对于复杂的金融工具并不很了解，也不太清楚多出来的百分之几的利率到时候就会变成每月几百美元的支出。在房价看涨时，一切都不是问题：房价大升，就可以用房子的增加值再去贷一笔钱，用以偿还原来的贷款。

次级抵押信贷市场的发展让众多原本买不起房的家庭有了自有住房，但也造成了市场一定程度的混乱。急于放贷的抵押信贷提供商们互相恶性竞争，不少提供商为了抢客户，连借款者的信用证明材料都不闻不问。

次级抵押信贷市场于是迅速成长壮大。根据《华尔街日报》引用的一家名叫 Inside Mortgage Finance 的收费出版物的数据，2001 年，次级抵押信贷市场的规模只有 1 600 亿美元，到了 2006 年猛涨到了 6 000 亿美元。

信贷市场的增长推动了美国房价的飞速上升。根据美国房地产协会（National Association of Reators）的估算，从 2002 年开始，房价就以每年超过 10% 的速度增长；到了房地产泡沫最兴盛的 2005 年末，房价的年度增速达到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17% 左右。在房价飞涨和经济发展之中，次级抵押信贷风险这个隐患被隐藏了起来。

但是，房地产市场的兴旺不能永远持续下去。菲尔普斯教授认为，这次由次级抵押信贷引发的金融风暴，可以理解为房地产市场回落的一种方式。“房地产市场没有以人们希望的那样平稳、漂亮的方式回落，而是以一种丑陋和强烈的方式落地。”

危机的链条

这种方式的后果之严重更超乎人们的想象。很多人将现在的情况与 1998 年长期资本管理基金破产所引发的金融体系流动性干涸相比较。上一次的金融危机源于俄罗斯政府宣布破产；而这一次，美国次级抵押信贷衍生品市场崩溃何以能使全球金融市场共振？

到 2006 年底，美国次级房贷的总额为 6 000 亿美元，占全部房贷的五分之一或者全部商业银行资产的 6%；所有已经出问题的贷款的总额，也仅仅占到银行资本的 3%。

在发达的美国金融市场里，这似乎不该造成多么严重的后果。问题在于，拥有次级抵押信贷衍生产品的投资者遍布全世界。“上一次当美联储决定拯救长期资本管理公司，就把它的贷款者召集在一起，注入资金进行挽救，”鲍兹说，“但次级贷款证券的所有者是如此巨大，你不知道谁拥有并且拥有多少，有多少暴露到市场中去，每一个人都置于巨大的不确定中。”

为什么全球的投资者都会持有美国次级抵押信贷衍生证券呢？

美国的抵押信贷支持证券（Mortgage-backed Securities）非常发达，投资银行们把不同种类、不同地区的抵押贷款打成包，然后将该贷款包分成数份、以质押证券的形式向公众和机构投资者发行。它大大扩张了抵押信贷的资金来源，不仅让更多居民得到利息更低的抵押信贷，而且也为银行和其他贷款机构提供了更好的分散风险的手段，增加其投资资产的流动性。

随着美国金融衍生证券的日益发达，抵押信贷支持证券又和债务抵押证券这种新兴的金融衍生产品结合在一起，其规模更加膨胀。在传统的证券市场中，投资者购买了公司的债券，也就承担了这个公司毁约的风险，而信用衍生债券就是把投资者的风险再次出售，以各种组合在市场流通。相对于传统债券的单一买卖，它几乎可以无限制地交易下去。

“债务抵押债券基本上是将抵押信贷证券组成一群，”鲍兹说，“比如说，把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100个抵押信贷证券组成一群，据此发行了100万美元的债券，然后根据风险的等级将其分为高、中、低三档风险的板块。“如果投资者购买的是低风险板块，那么每当贷款证券群的价格下降，就有资格率先被赔偿。只有在低风险和中等风险的板块被赔偿之后，最高风险的股本板块才有可能出来。

2001年后，美国国债回报逐渐降低，股市也一度不景气，全球各大投资商，特别是惯于攫取丰厚利润和承担巨大风险的对冲基金，纷纷抢购次级抵押信贷证券。而且他们大都投资在最高风险也是最高回报的股本板块，抵押信贷提供商保险箱中的钱也因此源源不断。越来越多的原来买不起房子的美国人住进了公寓甚或豪宅。次级抵押信贷又一次证明，发达的衍生信用市场可以如何优化资金的流通，以利于各色人等。

然而好景不长。美联储不断加息，联邦基金利率从1%一直上升到5.25%，这使得抵押信贷者还贷的压力和违约风险都大大增加。

雪上加霜的是，房价的年度增长率从2005年末的最高端很快跌落到2006年中期的不到1%。2006年7月美国新房销售量的增长，比上年同月剧降了22%。本来期望用房子的增加值再去贷一笔钱以偿还原来的贷款，如今看来是不可能了，许多本来就信用不良的贷款人只好放弃房子，不再付款。

违约的借贷者越来越多，次级抵押信贷证券很快成了不良资产，次级抵押信贷证券的信用评级不断下跌，很快变为期望用高风险来攫取高收益的投资者的心头之患。那些投资到次级抵押信贷证券最高风险的股本板块中的投资者，更遭受重创。

哈佛大学经济学教授、美联储前顾问理查德·库珀（Richard Cooper）告诉《财经》记者：“过去，这只会影响到发行借款的机构，但是，现在那些由按揭贷款衍生的证券，尤其是那些较高风险的债券价值在下降。”这便不可避免地殃及这些债券的投资者。

风险分散，还是风险共振？

接连的损失已经让数家对冲基金或者关闭，或者禁止投资人提款。其中最引人注目者，正是贝尔斯登旗下的两只基金和法国最大银行巴黎银行旗下三只基金，另外还有澳大利亚最大的投资银行麦格理银行（Macquaire Bank）旗下的基金。

高盛旗下的Global Equity Opportunities对冲基金（下称GEO基金）在被注资拯救之前已下跌了14亿美元，净值降至36亿美元。德国IKB工业银行在美国拥有两只基金，因大量投资美国房地产次级抵押贷款市场而几乎破产，幸有德国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储蓄银行将出资35亿欧元援救。

这些大名鼎鼎、一贯以其严格的风险控制为傲的金融机构，为什么仿佛一下子失去了这种能力？

问题出在建于次级抵押贷款之上的金融衍生产品。

理论上，金融衍生产品可以把次级抵押信贷的风险分散到更大的市场上。耶鲁大学金融学教授陈志武说："美国的风险由全球的金融机构来承担，每个人都承担一些，有利于把大风险化小。实际上是全球经济体系在一起来化解美国金融系统中出现的问题。"

全球金融市场全面受挫，但"好消息"是风险没有集中在任何一个金融机构中。"债务抵押债券的所有权是如此宽广，每个人都受一些损失，但都不是太严重。"

德国金融界的一位专家也对《财经》记者说，德国在此次危机中遭受的损失并不大，受波及者主要是那些投资在美国次级债市场的金融机构。库珀也认为，危机的后果没有那么集中，但是更多的机构感到了资产价值下降的压力。

问题在于，风险分散到全球各个角落；风险一旦发生，也马上蔓延到全球各个角落。

花旗集团研究报告估计，由次级抵押信贷市场带来的损失在500亿~1 000亿美元之间。"这个数字本身对美国金融市场可以忽略不计，"陈志武说，"但市场的不确定性正在影响每一个人，没有人知道投资的对方到底拥有多少次级抵押贷款的债券，也不清楚还有多少问题会暴露出来。"

理论上被分散了的风险，一下子在全球范围内出现了风险共振。恐慌、抛售、流动性匮乏，这些问题在不断螺旋式自我恶化。衍生产品找不到交易对手，价格一落千丈，金融机构，尤其是对冲基金，理论上的风险控制机制骤然失灵。

基金经理要抢在别人前面把手上的债券抛掉再说。银行害怕把钱借给那些拥有抵押债券的投资者。普遍的恐慌使人们重新对风险定价，造成了信贷紧缩。"投资者更加审慎，也开始对风险要求更高的价格，"鲍兹说，"这也意味着近一两年来以极低价格就可以获得大量银行贷款的情况不复存在。"

美联储8月13日的一项调查显示，越来越多的银行正在提高次级房贷的标准。美联储调查的16家全美最大的银行中，有9家银行从3个月前就已开始对次级房贷紧缩贷款标准。这16家银行在3月底占据了57%的抵押信贷的市场份额。另外，有40.5%的银行声称，已经开始提高非传统贷款的标准。

信贷紧缩让一度辉煌的杠杆收购处于萎缩。多宗PE收购案不得不暂停，等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待风暴过去。将近有 3 000 亿美元准备发行的新债券悬而未决，这些新债券都与 2007 年创纪录的并购和杠杆收购有关。雷曼兄弟说，225 亿美元用于杠杆收购交易的贷款被拖延，等于 2005 年机构贷款的市场的总和。

同时，跟踪美国和欧洲投资等级与高收入债券的信用衍生指数的价格，自从 6 月中旬以来几乎增加了两倍。8 月 9 日上午，联邦基金实际利率更是一度超过 6%，反映了市场上紧张的资金状况。

风暴中的美联储

全球各大央行正是在市场的极度动荡与不安当中挺身而出。菲尔普斯对此评价道："这是因为美联储认定，市场恐慌的风险如此巨大，最好是向其注入资金而不是等着市场自我调整。"这也许不是非常周全的方案，"但是在实际的金融事件中你没有充足的时间思考，你必须决定今天是否采取行动。"

当然，所谓注资，并不是一般意义上的"救市"。

"这不是免费午餐，也不是为了解救那些有钱人，"原纽约联储副主席、研究主管（Stephen Cecchetti）近日在 VoxEU.org 网站上撰文阐述了这种注资的机制，"金融机构把美联储认可的证券抵押给它，以此申请一笔贷款来获得资金。" 此举是为了帮助流动性匮乏的金融机构得到融资，以免市场进一步恐慌、抛售，形成恶性循环。

美联储纽约分行的公开市场交易室每天早上进行回购，总数大约是 20 亿~200 亿美元；大部分是隔夜回购，但也可回购 14 天内的协议。美联储将在发放第二天或者一周内收回短期抵押贷款。否则，流通货币量就会增加，导致通货膨胀。

事实上，在 8 月 7 日美国公开市场委员会的最近一次会议中，美联储即已明确表态："次级抵押信贷问题不会危害经济"，"美联储最关注的危机通货膨胀将不会缓解"，丝毫不露降息之意。华尔街对此非常失望。

华尔街最希望的事情，就是外号"直升机大本"的美联储主席伯南克将大量的货币倾泻而下，甚至降息。以滋润金融市场濒于干涸的流动性对于危机的恐惧甚至汇聚成了对美联储和伯南克的怨恨和抨击。

CNBC 资深评论员、华尔街有名的"大嘴"吉姆 · 克莱默几乎是歇斯底里地攻击道："当华尔街的公司即将关门、雇员即将失业时，联储还在睡大觉"，"伯南克根本不知道情况有多么糟糕"，"伯南克已经没有时间做学究了"，"他要做的就是赶快打开贴现窗口，赶快降息"。在短短一周之内，该节目的录像在 YouTube

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网站上被浏览了不下百万次。

对于美联储事后的注资行动，库珀并不认为是美联储改变了政策，其目标还是把联邦基金利率保持在5.25%；如果高于5.25%，美联储下属的纽约分行自然就要购买政府债券，向市场提供资金。“美联储所采取的最积极主动的措施就是不改变行动的准则和目标。上周五的声明是试图稳定市场，但并没有政策的变动。”

华尔街和美联储所考虑的问题并不一致。在市场看来，美联储注资固然有助于缓解危机，但真正能起到釜底抽薪之效的还是降息，只有降息能减少次级抵押贷款的偿付成本和违约风险。但显然，美联储认为这是市场应该自己解决的事情，它更关心的是整个宏观经济的状态能否保持在一个健康的范畴之内。

“美联储一直在考虑的都是相互冲突的问题，”库珀说，“如果只看房地产市场，我们应该降息；但另一方面，工资水平在上涨，2006年的生产率低于预期，这意味着单位工资的成本比美联储预期的高。一些指数指向一个方向，另外一些指数指向另一个方向，所以美联储内部并没有要改变利率的共识，只是华尔街希望利率降低。”

有分析人士认为，当前的风波可以视为对扭曲的风险定价的一种纠正。流动性过剩导致资产价格的重估，牛市之下几乎所有投资者的风险偏好程度同时提高，风险定价过低。

近年来，美国房贷抵押债券包括企业债利率与国库券利率（无风险利率）间的利差创了历史新低，这种情况既危险也不可能持久。因此，如果金融市场可以自行调整，同时不损害实体经济，在美联储看来未尝不是一件好事。

在大西洋的另一边，欧洲央行行长特里谢（Jean-Claude Trichet）也曾在8月2日表示，股市的波动是一种正常表现，可以使得对资产和风险的估价正常化。言下之意，是承认包括次按抵押证券在内的各种投资工具的价格，都因太多投资者的追捧而被高估了，正好利用这个时机，让过热的投资市场冷却一下。

为什么是下调再贴现率

德意志银行首席经济学家胡伯（Peter Hooper）对《财经》记者说，伯南克的表现到目前为止可圈可点，“美联储在伯南克的领导下和在格林斯潘领导下不会有什么不同。”

对于美联储而言，眼下的首要问题也即当务之急，是调查危机影响的深度，以及搞清楚到底市场需要多少流动性。此外，美联储纽约分行将会担负起一项重要的任务：向华尔街重要的商业银行和投资银行直接了解其在次级抵押贷款债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上的头寸，以度量实际可能的损失。这项工作将实时不断地进行。

美联储公开市场操作委员会将会关注市场的流动性条件，其重要的参照标准是隔夜拆借利率，以及市场短期融资利率与联邦基金利率（基准利率）间的利差。

由于向市场输送流动性的回购合约（美联储的回购合约主要有 1 天和 14 天两种）不断到期，美联储将会视市场条件不断增加新回购合约。

同时，美联储将与欧洲央行等其他主要央行保持密切联系，关注次级抵押信贷危机在全球市场内的发展。

不过，菲尔普斯指出，美联储应该考虑很快撤出投入到市场中的资金，但到底什么时候撤出市场并不能完全肯定，“所以，美联储又为市场制造了另一种的不确定性”。

下一个问题是，美联储会立即降息吗？毕竟，目前美联储的举措仅仅是一些暂时的应急措施，真正有效的救市行为还是降息。市场广泛猜测美联储将在公开市场操作委员会下次例会（9 月 18 日）后降息 25 个基点，甚至有市场人士认为降息不会等到 9 月 18 日。

“市场各种负面的因素正在推着美联储往那个方向行动，”胡伯说。菲尔普斯也认为美联储会跟随着市场的方向行动，降息很有可能。

8 月 17 日美联储降低再贴现利率之举，暂时终结了人们的争论。在减息公告中，美联储称减息原因在于：金融市场环境已经恶化，信贷环境紧张，阻碍经济继续增长的不确定性在增加。美联储随时采取行动以减轻由于金融市场混乱而对经济造成的负面影响。

值得注意的是，此次美联储并未降低更为重要的联邦基金利率。联邦基金利率即银行同业隔夜拆借利率，是美国经济的基准利率，决定了企业贷款及住房贷款等一系列其他金融产品的利率水平。再贴现利率则是银行以抵押品从央行再贷款的利率，这一利率水平通常比联邦基金利率高出 1 个百分点，银行通常只有出现流动性短缺时才会动用这种较贵的贷款方式。此次再贴现率下调 0.5 个百分点，显示了美联储向市场注入流动性的决心，但并不影响整个经济的资金成本。

伯南克当然知道，如果危机已到影响实体经济的地步，美联储当然应该迅速果断，调动所有资源把危机化解于萌芽之中。但与“9 · 11”事件不同，次级抵押贷款的危机似乎还局限在金融市场的某一局部，是否会引发全局性的经济衰退目前还言之尚早。

菲尔普斯认为，次级抵押贷款市场的问题很有可能局限在金融市场之内。由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于全球和美国的各项经济指标都比较健康，整个经济陷入衰退的可能性很小，但有可能经历一次深度的调整。

“市场在出现好转之前肯定会有更多的坏消息传来，”鲍兹说，“重新设置组合要一直持续到明年。”但是他认为，次级抵押贷款市场的危机并没有影响到更广范围内对经济的信心，美国国内消费还是保持着强劲的势头，经济将会越过这个金融风暴继续向前。

陈志武也对美国经济的整体形势表示乐观。“美国经历了1987年、1998年的金融危机，更经历了‘9·11事件’，” 陈志武说，“在经历了所有的危机之后，美国的金融市场依然强健，这一次也不会例外。”

《财经》2007年第17期　冯郁青　张环宇　周默明　胜寒/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国房地产“急转弯”

在房市面临“拐点”的时刻，以“透支型”消费为特征的美国经济将走向何方？

2006年8月以来，克努特艾克斯森发现，在他所在的北溪镇(Northbrook)——美国芝加哥市北郊一个较富裕的地区——房子越来越难出手。

艾克斯森是当地一家中小型房产经纪公司Axelson Realty的负责人。2004年，他在房市高峰时进入房地产业，成为专门交易二手房的经纪人，其操作模式是事先买好二手房，装修改建后卖出并获利。

然而流年不利。美国房地产市场在过去五年的欣欣向荣之后，2006年8月以来不断创出新低，高价房首当其冲地受到打击。北溪镇的房价较芝加哥其他地方偏高，一栋房子的平均售价在40万美元左右。因此，像艾克斯森这样在前两年房市繁荣时期进入市场的二手房交易者，损失更为惨重。

艾克斯森告诉《财经》记者，很多卖家现在都处于观望阶段，或由出售变为出租，等待更好的时机。“我自己本来在售的两栋房子，现在都改成了出租。（预计）市场至少在明年下半年才可能开始恢复。”

“拐点”来临

美国房地产市场由热转冷，影响了大量居民。美国最大的房地产中介组织——美国房地产经纪人协会（National Association of Realtors）10月底发布报告称，目前全美待售房屋的数量已经达到13年来的最高点，约为392万栋；就9月而言，待售屋的数量竟比2006年同期高出35%。

同时，全美2006年八九月售出房屋的价格出现了38年以来幅度最为剧烈的一次下跌，平均售出价格仅为22万美元/套，比2005年同期下降2.2%——这也是自1995年以来全美售出房屋平均价格的首次下跌。全美房地产经纪人协会预测，虽然全美房屋销售在过去5年一直呈上升趋势，但2006年的新房和二手房销售量可能比2005年破纪录的高点下跌9.4%，将降至676万/套。

一些关注美国房市动向的亚洲投行分析师认为，目前美国房价下跌是房地产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业内部调整的结果，是否会对整个美国经济产生重大负面影响，眼下还言之尚早。不过，美国房市正处在一个由热转冷的"拐点"，这一判断已无疑义。

瑞士信贷亚洲区首席经济学家陶冬称，美国的房市下挫，主要表现在房屋建筑量和房屋成交量急剧下跌，而房价的下跌并不明显；同时，区域特征比较突出，东海岸比西海岸跌得多，北部工业带比南部阳光带跌得多。他强调，通常，成交量萎缩是房地产调整时最早出现的征兆，不过房价急跌的可能性并不大。

但在陶冬看来，目前的房市变化，也反映了美国人对房价继续上涨的信心明显不足，投资回报预期在逐步降低。在2001~2004年的房地产旺市中，建筑量供应迅速增加，而到现在市场和投资需求下行的时期，建筑量依然保持惯性增加，最终造成供大于求的局面。

有业内专家认为，美联储连续17次加息，导致美国购房投资需求减弱，从而引起房地产业的调整，况且这一结果也符合美联储的预期。

"透支型消费"终结？

受房市疲软影响，美国第三季度GDP已大幅度萎缩。

美国商务部10月27日的调查报告显示，经通货膨胀因素的调整，第三季度GDP为11.4万亿美元，增长率萎缩至1.6%；不但低于之前2%的预测，也创下三年半来最低增幅，远低于第二季度的2.6%和第一季度的5.6%。在这一不利消息的影响下，10月底连创新高的道琼斯指数也在当日微跌。

消费需求向来是推动美国经济持续增长的主力。过去25年来，美国消费者的消费额度每年以超过税后收入0.5%的速度匀速增长；同时，他们向银行借钱的力度也不断加大。这种高强度的消费模式不仅使美国国内经济受益，也给了包括中国在内的新兴市场机会——向外出售其国内无法消化的产品和服务。

然而，美国房市萎靡不振，消费者特别是房屋持有者通过抵押房屋贷款的借贷能力将大打折扣。

美国国民的储蓄率从1982年开始持续下降。随着时间的推移，大部分美国消费者已经形成了"只消费、不储蓄"的消费模式，因为最终股票的增值会起到替代储蓄的功能。

当美国股市在2000~2002年跌入谷底时，房地产投资就起到了代替"储蓄"的功能。目前约有一半的美国人拥有股票和基金，69%的家庭拥有属于自己的房产，且房产分布比股权分布要平均得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据《福布斯》杂志的统计资料显示，美国收入前10%的人拥有比收入倒数20%的人多24倍的股票，但是只拥有比他们价值多6.4倍的房产。因此，与股市相比，房地产市场对大部分美国居民的生活更加重要。

时任摩根士丹利首席经济学家罗奇（Stephen Roach）对《财经 · 金融实务》记者表示，“房市的泡沫确实已经破裂，现在的房市正在经历衰退——虽然我不认为这是房市崩盘，但这确实是一个‘急转弯’。”在他看来，房市低迷对经济的影响主要表现在三个方面，即建筑业，包括电器、家具和房地产中介业在内的相关产业，以及消费者财富。

《财经》特约经济学家谢国忠认为，目前，美联储把十年期国债利率控制在4.5%~5%之间，出于既想遏制通胀、又期望避免衰退的双重考虑。如果联储迫于通胀压力，将相关利率上调，消费者将减少借贷，透支消费现象就会减少。

“美国消费者不承认生活水平在下降，但是我觉得美国人透支消费的现象快要到头了。2008年的美国经济会出现比较大的问题。”在谢国忠看来，美国目前通胀压力严重，表现在劳动力成本加速上升、进口产品价格呈上升趋势、房租快速上涨方面。“要看通胀压力是否会自行消失，如果最终消失的话，那就是美国又有好运气了。”

拖慢全球经济

“美国消费者收入的增长、油价回落缓解通货膨胀压力、银行灵活的按揭政策，是美国房市不会崩盘的主要原因。”陶冬对未来的判断不无乐观。

与之相反，谢国忠则认为，美国消费者观望的心态可能会引起房地产业的“硬着陆”，一旦房市价格持续回落，可能需要三四年的时间才会到达“谷底”，从而对美国经济和全球经济产生重要影响。

罗奇的预测更为具体：2007年，美国GDP增长率将会下降两个百分点；美国最富裕的人群将节约开支，因此美国的经济将会受到影响；全球经济也将会因此而受到严重影响，中国受到的负面影响将比印度更严重。

在罗奇看来，美国的房地产市场复苏可能要花上一年的时间，而美联储应该用高利率来避免房市泡沫破裂。

高盛亚洲董事总经理胡祖六表达了同样的担忧。在他看来，美国和中国的经济增长，是世界经济繁荣的两大原动力。美国房地产由热转冷，全球经济将面临放缓的可能。他预计，2007年全球GDP增长率会比2006年低0.5%左右。

无论分析师如何预测，经纪商永远都看到积极的一面。芝加哥的二手房中介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商艾克斯森告诉记者："虽然大家都在说房市萎缩，其实现在的房市价格并没有偏低。2005年的房市价格也不能说偏高，只能说房价准确反映了市场供需关系。对首次购房者来说，这仍是很好的购房时机。"

《财经·金融实务》2006年11月26日 徐可 李春晓/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

星星之火，燎原之势

华尔街再洗牌

全世界央行，联合起来！

告别60年来的繁荣

特里谢的警告

贝兰克梵：次贷危机谁之过？

超级基金必败

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街再洗牌

美林董事长奥尼尔和花旗董事长普林斯的下台，使人们意识到危机可能比预想的要糟得多。

如果不是因为事态失去掌控，普林斯不会选择辞职。

即使在2007年10月15日花旗集团公布三季度亏损65亿美元之后，这位花旗集团的董事会主席兼首席执行官还信心十足地说，“固定收益部门的不佳表现是反常现象”；他的前任、花旗集团的创立者韦尔（Sandy I. Weill）则表示，他对普林斯的整体战略有信心；花旗最大股东、沙特阿拉伯的阿勒瓦利德王子（Prince Alwaleed）也力挺说，9月的低迷业绩只是“打了个嗝”；普林斯的亲密顾问、美国前财政部部长鲁宾（Robert E. Rubin）甚至和记者打赌说，倘若普林斯五年内离开CEO职位，他愿意输100美元。

但情况恶化之快，似乎远超过花旗高层的估计。10月底，花旗集团的审计人员发现抵押贷款相关证券还在迅速贬值，花旗账面资产很有可能在四季度继续缩水80亿~110亿美元。

两天之后，普林斯向董事会成员请辞。

“鉴于在最近次级抵押贷款方面损失的规模，作为CEO唯一体面的选择就是辞职。”现年57岁的普林斯在不久后的声明中称。这也是一周内继美林首席执行官奥尼尔（Stan O’Neal）被炒后，第二个受次贷金融风暴影响而下台的世界级金融机构CEO。

此前，8月5日，华尔街第五大投资银行贝尔斯登公司总裁兼联席首席运营官沃伦斯 · 佩克特已率先引咎辞职。

奥尼尔和普林斯这两位华尔街重量级CEO的下台，成为自2007年2月次贷危机以来震动最大的一次调整。它使人们意识到情况可能比预想的要糟糕。事实上，自美林和花旗的财务状况公布后，媒体就进一步披露，多家大型投资银行和其他金融机构在未来数月将被迫撇账抵押贷款相关资产的数字，比它们迄今已经承认的金额高出至少400亿美元。

对于这次由次贷引发的金融危机来说，真正的冬天还远没有到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥尼尔：从农场到华尔街

“我们犯了错。有判断失误，也有风险管理职能的失误。”美林 CEO 奥尼尔在 2007 年三季度的分析师电话会中承认。

10 月 24 日，美林发布三季度财务报表，宣布将撇账 84 亿美元的账面资产，其中 79 亿美元来自与抵押贷款、复杂债务工具和次级房贷市场相关的亏损。这远远高于之前奥尼尔预估的 45 亿美元。这导致美林三季度亏损高达 22.4 亿美元，为公司六年来首次出现季度亏损，也是公司 1993 年来最为糟糕的业绩。

正是这些数字葬送了奥尼尔这个美国历史上第一位黑人投行CEO的职业生涯。

56 岁的奥尼尔是首位担任华尔街大型公司 CEO 的非洲裔美国人，也是这家全美最大的证券经纪公司第一位非交易员出身的掌舵人。

奥尼尔于 1951 年 10 月出生在美国南部亚拉巴马州的农村。据他向媒体透露，其祖父出生于奴隶家庭，曾经种植树木和棉花。奥尼尔是四个孩子中的老大，他的父亲形容他是一个“安静的小男孩，喜欢读书，但不喜和人交流”。从小家境贫寒的他，偶尔会和家庭里的妇女——他的祖母、母亲和阿姨一起在地里摘棉花。在 2000 年接受《纽约时报》采访时，奥尼尔说，摘棉花并非全无乐趣，只是他“不喜欢当穷人的感觉”。

由于父亲在美国通用汽车公司找到了一份体力活，奥尼尔的大学生活是在位于密歇根州的通用汽车研究所（General Motors Institute）度过的，专修工业行政管理。大学的头两年，奥尼尔曾有两门功课不及格，这促使他决定专心学习，奋起直追。毕业后，他在通用汽车公司位于佐治亚州的多拉维尔（Doraville）的工厂当了两年工头后，考上了哈佛大学商学院。

在进入投行之前，奥尼尔的职业生涯只和一家公司相连，就是通用汽车。从哈佛毕业后，奥尼尔直接进入通用汽车位于纽约的财务办公室，当时和他曾经共过事的同事包括现任通用汽车公司总裁瓦格纳。在财务办公室的八年时间里，奥尼尔自称培养出了“对交易（deal business）的胃口”。

1985 年，因为一个前通用同事加盟美林证券出任首席财务官，改变了奥尼尔的人生。这位同事力邀他一起加入华尔街，奥尼尔为此考虑了很久。在他看来，如果要去华尔街，他并不想做一个财务经理，而是从事能给公司带来收入的工作。在曾经一度考虑过所罗门兄弟和摩根士丹利之后，1986 年，他决定选择美林。

奥尼尔在美林的第一个职位是高收益部门的副总裁。其间，他说服那些信用评级不高的公司支付美林可观的费用以帮助他们出售公司债。美林因此在 20 世纪 90 年代初的垃圾债券承销商中位列头牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在高收益部门的业绩，帮助奥尼尔获得了在美林其他多个重要部门的领导权——金融服务、全球资本市场、投资者战略、企业和机构客户。1998 年，美林时任主席兼 CEO 考曼斯基（David H. Komansky）邀请他出任公司的首席财务官。尽管知道这是一个吃力不讨好的职位，奥尼尔还是选择了这个“他不能错过的学习机会”。两年后，通过一步步获取美林高层管理人员的支持，他接替考曼斯基出任美林 CEO，完成了他历史性的一跃。

奥尼尔上台后，迅速颠覆了美林过去以慈爱为特征的“Mother Merrill”文化。他削弱了经纪业务的中心地位，积极开拓风险产品，频繁更新管理层，将美林变为崇尚适者生存、绩效导向的公司。这一改革曾在一定时期内提高了美林的利润，美林股本收益率由奥尼尔上台时的 7.5% 增长到 2006 年的 21.3%。

正是在这个背景下，美林于 2003 年从竞争对手瑞士信贷（Credit Swisse）手中挖来了号称“债务抵押债券鼻祖”的瑞奇亚迪（Christopher Ricciardi）。1999 年，还在培基证券（Prudential Securities）供职的瑞奇亚迪和他的同事们创建了第一只债务抵押证券。通常的做法是：经纪商先买进各种债务，往往是高风险抵押证券，将它们汇在一起，并以此为基础发行新债券。改头换面后的高风险债券，往往被评级机构冠以更高的信用评级。

瑞奇亚迪就职美林后，很快将美林的债务抵押债券业务发展壮大为华尔街的领头羊。2006 年 1 月，瑞奇亚迪跳槽到科恩兄弟（Cohen Brothers），但美林债务抵押债券业务的扩张却没有停止。到 2006 年底，美林已经占据了世界债务抵押债券市场份额的 14%。排在第二位的花旗集团占 9%。到 2007 年初，美国房市开始走下坡路，一些经纪商嗅出局势的改变，开始从债务抵押债券市场上慢慢撤出，但美林却固守战场。

2005 年 11 月，债务抵押债券正处于顶峰，奥尼尔告诉投资者，美林将转变战略，积极用自己的资产投资。他认为这个策略不会在实质上增加公司的风险。但两年之后，投资者却发现他们得为这个战略埋单。

奥尼尔本人对金融危机和市场风险并不是没有经历过先例和教训。1998 年，俄罗斯金融危机爆发，给全球的债券市场带来毁灭性打击。美林作为国际债券市场的领先者更是深陷其中，拥有的大量债券因迅速贬值而几乎一钱不值。当年 10 月，美林重组了它的债券部门，解雇了 3 400 名全职员工及 900 名兼职员工。重组耗资高达 4.3 亿美元，导致美林在该年三季度中亏损 1.73 亿美元。

当时向投资者和分析师宣布这一坏消息的，正是刚出任 CFO 的奥尼尔。在一些分析师看来，奥尼尔作为前资本市场业务主管，一定程度上应对美林的这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局面负有责任。

9 年之后，历史似乎重演，只不过这次的金融产品更为复杂，交易结构也是全新的，而奥尼尔本人也终于必须为此负责了。

普林斯：从律师到 CEO

和奥尼尔一样，普林斯也并非交易员出身。他之所以能够掌管花旗集团，是因为从 21 年前起，他便为这个超级金融集团的缔造者韦尔工作了。作为后者的首席法律顾问，普林斯帮助韦尔依托一个名不见经传的小信贷公司实现了一个又一个的并购，直至 1998 年收购花旗银行，创建了一个混业经营的金融巨无霸——花旗集团。韦尔本人也因此被视为一个传奇人物。

普林斯和韦尔保持多年的工作和私人交情，使他最终成为韦尔钦点的继任者。2002 年间，当花旗和其他华尔街投行身陷由安然丑闻引发的投资者信心危机之时，是普林斯凭借他的法律专长而与纽约州检察官斯比兹（Eliot Spitzer）达成了和解协议。当韦尔在这场危机中声誉受损决定引退后，普林斯被任命为接班人并不令外界惊讶，虽然他并没有太多的管理经验。

普林斯在任 4 年，花旗集团虽然受益于其中两年经济大环境的福分，但股价走势总体来说不尽如人意。这和韦尔时代的繁荣形成鲜明的反差。一个原因是，早年通过不断收购兼并形成的扩张式增长已经慢慢消化掉。另一方面，公司过大也导致效率受损。因此，普林斯把战略重点放在了内生式增长上。

除公司自身改革之外，在普林斯任上，花旗在美国本土及其他国家也接二连三地发生了一系列丑闻，令花旗的声誉大打折扣。先是 2004 年 5 月，花旗支付了 26.5 亿美元用于赔偿投资者因世通公司（WorldCom Inc.）破产带来的损失。花旗是世通公司的首席财务顾问；晚些时候，美联储因花旗银行向低收入及高风险借贷者提供个人及按揭贷款，而处之以 7 000 万美元的罚金。这是美联储针对消费银行违规施以的最大一笔罚金。

该年 8 月，英国监管者又发现，花旗的两名债券交易员在一笔高达 135 亿美元的债券交易中涉嫌违规操作，花旗后来为此道歉；紧接着，9 月，日本监管机构关闭了花旗在日本的私人银行，原因是后者参与了洗钱活动。在 10 月于东京举行的一个新闻发布会上，普林斯当众鞠躬以示歉意。

在中国，花旗也有“不良记录”。2004 年 6 月底，花旗亚太区副主席任克英因“向监管层和公司提供了虚假的信息”而离职。

这些丑闻固然使得花旗难堪，但也成为普林斯清理内务的动力。他解雇了数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位高层管理者，包括韦尔曾经的旧班底。另有一些韦尔的旧部选择主动离开，其中包括花旗前总裁、集团副主席威廉姆斯塔德（Robert Willumstad）。他现在是保险巨头美国国际集团的主席。

普林斯素以强硬著称，曾经和他直接谈判过的前上海浦东发展银行董事长张广生对此印象深刻。“普林斯也是工作狂，”张广生向《财经》记者回忆道，“几次谈判，都是一边吃饭一边工作。”

由于中国对花旗的发展战略越来越重要，普林斯近几年来也频频现身于中国，或参与谈判，或会见中国领导人。花旗历尽曲折最终成功收购广东发展银行，便是普林斯任内的一大战绩。了解普林斯中国战略的人都说，他在中国重在长期发展而非短期套现。

但是最终，他却栽在了那些用于短期交易的次贷产品上。

危机仍在蔓延

奥尼尔和普林斯先后下台，特别是奥尼尔被由他控制的董事会“强迫”辞职，进一步加剧了市场对次贷危机严重性的认识。

瑞银集团投资研究部在11月5日发表的一份关于花旗集团的报告中表示，更值得关注的问题是，花旗次贷产品的规模和构成，花旗的注销（计提）是否充分，以及如何看待花旗的资本充足率。

在同一天举行的花旗分析师电话会议上，有分析师提及，就在20天前的电话会议上，花旗管理层曾透露，次贷/债务抵押债券相关的撇账为年初240亿美元，二季度130亿美元，三季度又有所下降，但并未提及至9月底仍拥有430亿美元债务抵押债券和较高评级债券的事实。

而《华尔街日报》在11月2日的一篇报道中引述未具名的消息来源称，美林和对冲基金为了延迟披露资产证券化产品的损失，采取了和对冲基金签回购协议的办法。其中一家对冲基金购买了美林相关机构签发的10亿美元商业票据，作为交换，对冲基金有权在一年后以约定的回报率回售给美林。该知情人士称，在最近几周里，美林已经向对冲基金出售了价值50亿美元的抵押贷款证券。

虽然美林立即反驳，但美国证监会已经开始对美林及其他投行的证券估值和业绩披露的相关程序展开调查。

美林和花旗这两个亏损最为严重的公司发生高层人事变动，是否会引发华尔街系列震荡？“这得看其他银行的资产下降多少。花旗和美林的巨额损失显然让人们很吃惊，不过现在外人很难评判现在的情况是不是冰山一角，我们只能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拭目以待。"美国布鲁金斯研究所经济研究高级研究员埃尔门多夫（Douglas W. Elmendorf）向《财经》记者表示。

事实上，到目前为止，尚无人能准确地估算出各银行和金融机构在次贷相关产品上的总体缩水数字。有说 300 亿 ~400 亿美元，也有说 700 亿 ~800 亿美元，而苏格兰皇家银行集团分析师的预测则高达 1 000 亿美元。

就已经公布财报的主要公司来看，瑞银集团 2007 年三季度的撇账大约为 34 亿美元；摩根士丹利 37 亿美元（均为税前）。此前，曾有分析师估计，摩根在四季度的撇账可能在 30 亿 ~60 亿美元之间。

根据《华尔街日报》11 月 7 日的报道，评级机构穆迪又下调了通过结构投资性载体持有的 360 亿美元债券的评级，这些资产大约占到整个结构性投资载体（SIV）的 11%。

2007 年夏天，在危机全面展开后，全球范围内的主要中央银行曾联手向市场分次注入总额超过 5 000 亿美元的资金，以增加流动性。美联储亦分别于 9 月 18 日和 10 月 31 日连续两次降息，以缓解市场的压力。但是随着三季度财报纷纷出笼，投资者对市场的担忧又再次加深。

当然，市场中亦有乐观情绪。高盛集团董事长兼首席执行官贝兰克梵（Lloyd Blankfein）在接受《财经》记者专访时就认为，尽管未来还会有一些波折，但大的危机已经过去。穆迪在 11 月 7 日发布报告认为，次贷危机的余波到目前为止小得令人惊讶。

目前市场至为关注的是住房和消费品支出的走势。美联储于 11 月 5 日发布的 10 月份借贷调查显示，按揭标准明显收紧。

目前，花旗集团已任命美国前财长鲁宾接替普林斯出任董事会主席，花旗欧洲区主席比肖夫爵士（Sir Win Bischoff）为临时 CEO。美林则任命了董事会主席克里比奥（Alberto Cribiore）出任临时非执行主席。两家公司都正在积极物色可以帮助公司度过这一轮危机的下一任 CEO 人选。

新的花旗高层表示，他们没有计划对普林斯实行的业务战略进行重大改革。鲁宾和比肖夫在 11 月 5 日共同接受采访时表示，花旗将继续维持现有业务模式，不会分拆任何业务部门。比肖夫则表示，在花旗任命正式 CEO 之前，他的首要任务将是清理次贷危机留下的问题，努力走出过去几个月的困境。

花旗中国区新闻发言人则向《财经》记者表示，花旗 2007 年在中国的业务继续表现强劲，"我们在增长，我们有一个清楚的通向长期成功的战略。"

《财经》2007 年第 23 期 陈竹 徐可等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全世界央行，联合起来！

2001 年以来五大央行第一次大规模合作干预货币市场利率，显示出央行们应对这场危机的政策手段已将用尽。

2007 年 12 月 12 日，欧美五大中央银行——美联储、欧洲央行、英格兰银行、加拿大银行、瑞士国家银行——以少有的一致姿态发表了一份联合声明，称将共同采取措施干预货币市场，以缓解流动性紧张，减轻信贷市场危机对全球经济增长的威胁。

美联储在声明中表示，将在年底前分两次以短期标售工具（Term Auction Facility，TAF）的形式，向市场注入 400 亿美元，并在 2008 年 1 月底前视市场条件，进行两次类似操作。所谓短期标售，指央行在一定期限内，以一定利率向市场公开抛售流动性。此次美联储借出资金的期限分别为 28 天和 35 天。

美联储还宣布了同欧洲和瑞士央行的外汇互换安排，为两家央行提供干预欧洲美元市场的资金。在这一安排下，美联储将为欧洲央行和瑞士央行提供期限最长为 6 个月、额度最高为 240 亿美元的贷款。

与此同时，英国央行表示，将提升用于干预货币市场的储备金规模，并扩大从商业银行接受抵押品的范围，以便必要时为市场提供更多资金。日本、澳大利亚央行随后也发表声明，支持五大央行缓解市场短期流动性压力的措施。

欧美货币政策当局如此大规模的跨国合作，使这场央行与市场的战争再度升级。处在次贷危机阴影之下的货币市场究竟遇到了怎样的困境？是什么因素令素来行事谨慎的各大央行如此不避水火、步调一致地联手入场？市场能够借此化险为夷吗？

货币市场利率飙升

各大央行在声明中都不约而同地提到，此次采取共同措施的目的在于为短期借款市场解困。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行每天赖以融通资金、管理头寸的货币市场出现了什么问题？央行衡量市场流动性压力主要通过观察货币市场的资金价格——银行间拆放利率。在欧美主要货币市场，这一指标近期均大幅飙升。

伦敦银行间同业拆放利率（LIBOR）是全球最权威的利率指标。LIBOR 在 2007 年八九月间次贷危机爆发后就一路上扬，进入 11 月后，则呈加速上升之势。尽管美联储在此后已经三次降息，市场上具有代表性的 3 月期美元拆放利率不降反升，在 12 月初达到 5.15% 的水平，为 2000 年底以来的最高值。

货币市场利率的上扬，不仅表现为绝对利率水平高企，同时表现为与基准利率间息差的扩大。即使在五大央行联合发布声明后，3 月期的欧元拆借利率仍保持在 4.95% 的高位。这同欧元区的基准利率 4% 相差 95 个基点（每个基点等于 0.01%），较 11 月 57 个基点的差距又有大幅上升。而在次贷危机爆发前，整个 2007 年上半年的市场平均息差仅为 25 个基点。

雷曼兄弟银行驻伦敦的分析师格德文（Fred Goodwin）对《财经》记者表示，息差的扩大更加令人担忧。这使货币市场利率的走势，同美联储和英格兰银行此前的降息措施背道而驰。五央行此次联手干预市场的措施，正是针对飙升的货币市场利率。

欧洲央行此后的操作，充分显示了其平抑市场利率的决心。12 月 12 日的声明发布后，市场利率回落并不明显。欧洲央行遂于 12 月 18 日单方面宣布，以不低于 4.21% 的利率水平，向市场无限量拆出期限为两周的资金。当日，该行向多达 390 家银行借出合计 3 486 亿欧元的资金。

这是继 2007 年 8 月 9 日欧洲央行以基准利率向市场注入 950 亿欧元隔夜拆放资金后，第二次对市场无限量注资，而且注资规模和期限都远远超过上次。欧洲央行的强势干预措施，终于使两周期限欧元 LIBOR 利率，从此前 4.946% 的高点，大幅回落至 4.25%~4.3% 的区间，单日降幅创十多年来的最高水平。

各大央行为何如此不避水火地干预 LIBOR 呢？究其原因，尽管央行在行使制定货币政策的权力时，可以决定基准利率的高低，但在金融市场高度发达的欧美国家，货币市场的利率才是市场真实融资成本的反映。国际市场上大量的贷款交易、债券发行及债权衍生品均以 LIBOR 为定价基准。LIBOR 的上升，实际上令央行通过降息改善融资条件的目标落空。

英格兰银行一位高级官员塔克（Paul Tucker）日前在伦敦表示："目前的情况是，流动性紧张诱发资产贬值，使银行资本蒙受损失，这又进一步降低了货币市场的资金供给和银行的借出意愿。我们必须避免这样的恶性循环。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他同时指出，五央行的联手之举正是为了阻断这一链条。塔克被认为是现任央行行长默文金（Mervyn King）最热门的继任人选。

信心危机

普林斯顿大学教授克鲁格曼（Paul Krugman）12 月 3 日在《纽约时报》的专栏中写道，资金对于整个金融市场就像汽油之于汽车，而短期借款市场的作用就如同保持发动机持续运转的润滑油。现在的问题是“润滑油正在枯竭”。

克鲁格曼对 12 月 12 日五大央行的联手行动并不看好。在嗣后的一次电视采访中，他表示：“美联储的行动是一种好的尝试，会对市场产生一定积极影响，但还不足以真正解决流动性紧张的问题。”

货币市场出现流动性问题，有两方面原因：一是市场在次贷危机中蒙受重大损失，出现了流动性短缺的状况；二是次贷危机前景不明，令货币市场的参与者——银行等主要金融机构缺乏信心，不愿意借出资金。显然，央行的措施可以在一定程度上缓解第一个因素，但在重建市场信心方面仍显不足。

“数次大规模注资后，市场中的资金并没有短缺到捉襟见肘的程度。”克鲁格曼表示：“真正的问题也不是联邦基金利率不够低，而是信贷市场的信心危机，即如何让流动性回到市场中来。”

美国卡托研究所（Cato Institute）高级研究员雷诺兹（Alan Reynolds）在接受《财经》记者采访时也表示了类似的看法，“令五大央行对 LIBOR 飙升感到紧张的一个重要原因是，银行不愿意在市场中借出资金。他们显然对彼此的资产负债表都缺乏信心。”

由于与次贷相关的证券中包括大量金融衍生产品，其设计结构复杂，品种繁多，很多产品的市场深度很小（流动性差），其估值存在很大不确定性。这也是次贷危机中很多拥有 AAA 评级的债券的价值也出现严重缩水，甚至沦为垃圾债券的原因。这些价值难以在资产负债表中准确反映债务抵押证券和结构性投资载体，令创造他们的银行和对冲基金作茧自缚。

“现在的华尔街人士甚至比 1997~1998 年的亚洲金融危机时更加感到恐慌。”克鲁格曼在他的专栏中写道：“因为他们突然发现，自己创造的金融系统已经复杂到连他们自身都无法弄清楚的地步了。”

次贷危机爆发以来，欧美各大金融机构宣布的相关损失已经超过 700 亿美元。进入 12 月后，仅瑞银集团（UBS）一次性宣布的次贷资产损失，就达百亿美元之巨。全球金融业谈次贷而色变，很多银行至今无法全面估计自身蒙受损失的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模。它们担心市场上的交易对手存在同样的问题，从而可能出现偿债风险，因此，在货币市场借出资金时格外谨慎。

货币市场利率同无风险利率（如果国债收益率）间利差的扩大，反映的正是这一困境：市场参与者在次贷危机的阴影下，风险厌恶情绪上升，对银行体系的信心下降。雷诺兹对《财经》记者表示：“目前央行对银行体系的担忧比对经济衰退的担忧更甚。”

央行力不从心

现在的问题是，货币市场能够借各大央行的保驾护航，走出次贷危机的阴影吗？

即使殚精竭虑的央行行长们，对此也显得信心不足。12 月 19 日，英格兰银行行长默文金在英国议会下院作证时表示，“次贷危机引发的流动性紧张，在银行业公布 2007 年年报前都很难得到缓解。”

他认为：“市场需要耐心等待一段时期，让银行业的次贷风险充分释放。”对于联手采取的注资行动，默文金表示，他完全支持五大央行的决策，但对其作用持谨慎态度。

货币市场的表现印证了默文金的看法。12 月 12 日五大央行声明公布后，货币市场波澜不惊，短期拆借利率并没有大幅降低，直到欧洲央行在 12 月 18 日创纪录地向市场倾注了 3 486 亿欧元后，欧元 LIBOR 才出现较明显的降幅。

然而，如此大规模的注资显然难以持久，市场普遍认为，欧洲央行此次行动，主要是为防止年底资金需求高峰出现的流动性危机而采取的非常措施，其长期影响有限。

央行注资效果有限，可以从其注资的性质中找到原因。央行在短期市场大量释出流动性的过程中，并没有创造基础货币。因为央行需要进行对冲操作以最终平衡其资产负债表。例如，美联储在为货币市场注资的同时，会向债券市场出售等量的美国国债，以回笼资金。这种央行贷款虽然可以满足银行对短期资金的需求，但对其在次贷危机中严重失血的资产负债表则鞭长莫及。

卡托研究所的雷诺兹对《财经》记者分析此次央行联手行动时，更多强调了其操作手段中释放的积极信号。

首先，采用招标出售的办法释出资金，银行可以匿名借款，从而避免给银行声誉带来负面影响。通常，商业银行使用央行的贴现窗口借款会被认为是出现严重危机的信号，这样无异于抱薪救火。其次，五大央行的一致立场及外汇互换等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安排，显示的合作决心对市场也是一个积极的信号。同时也有分析认为，五大央行共同采取行动避免了单方面行动可能引发的市场对该国金融稳定的担忧。

对于央行在应对信贷危机中的角色，伦敦政治经济学院（LSE）研究国际货币问题的约瑟琳（Daphne Josselin）博士告诉《财经》记者，就目前看，五大央行为稳定货币市场基本都已使出浑身解数。央行的货币政策必须在遏制通胀和保持经济增长间保持平衡。由于目前通胀压力居高不下，不能指望央行大幅度降低利率。10 月，美国消费者物价指数较上年同期增长 3.5%，英国和欧元区分别增长 2.1% 和 2.6%，欧元区 11 月数据跃升至 3%，这都限制了央行降息的空间。

除了利率和公开市场操作，央行的政策工具已经所剩无几，其中便包括扮演最后贷款人的角色。典型的例子是英国对北岩银行（Northern Rock，又译诺森福克银行）的施救。尽管成功地防止了银行挤兑的蔓延，但英国政府及央行为此动用纳税人近 560 亿英镑（包括对北岩银行的紧急贷款和对其债务提供的担保），令其饱受诟病。这一数字甚至远远超过英国全年的国防预算。

近日，默文金表示，为推动北岩银行重组进程，正考虑将该行收归国有。不过，众所周知的是，全额收回对北岩银行的贷款，如果不是没有希望，至少也是遥遥无期。

对于次贷危机的前景，美国国民经济研究局（NBER）主席马丁 · 费尔德斯坦（Martin Feldstein）在接受彭博社采访时表示，“不能对目前央行采取的行动抱太高期望。”

事实上，市场的反应也说明了这一点。他认为，尽管目前的数据仍显示美国经济处于景气之中，但次贷危机的影响不断显现，房价下跌和消费放缓的趋势也日益明朗，这些最终都会拖累美国经济。

费尔德斯坦称，美国经济在 2008 年出现衰退的可能性达 50%，甚至可能因通胀居高不下而陷入“滞胀”。这种形势下，稳定金融市场仅靠央行的货币政策手段是不够的。尽管布什政府已推动国会通过法案修订次级贷款的条款，但短期内难以产生效果。他建议，美国政府应考虑动用财政政策的手段，如临时性的减税措施，以恢复市场信心。

市场恢复对银行业的信心同样尚需时日。如默文金所言，“全球银行业在未来几个月中将面临痛苦的调整。”如何尽快消化那些已经暴露的和潜在的巨额亏损，成为欧美银行业走出次贷阴影的关键。而新兴市场在这一过程中，正成为一支重要力量。仅最近两个月，就有阿联酋阿布扎比投资局以 75 亿美元入股花旗银行，新加坡政府投资公司 97 亿美元入股瑞银，中国投资公司 50 亿美元入股摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根士丹利等三笔巨额交易。

美国经济能否逃出次贷危机一劫？欧美银行业能否在受到重创之后重振旗鼓？全球金融市场是否还会面临更大的冲击？在这些问题的答案揭晓之前，央行行长们殚精竭虑的日子将不会结束。

《财经》2007年第26期　吴铮　陈竹/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告别60年来的繁荣

危机以超乎想象的力度和速度袭来，乐观情绪逐渐散去。

金融危机真的来临了吗？到了2008年初，很多人仍不愿相信，但接踵而来的一个个坏消息不断击破人们的美好愿望。此前的乐观情绪，迅速随风暴消散。

出于稳定市场和预防衰退的双重考虑，2008年1月30日，美国东部时间14点15分，为期两天的美联储公共市场委员会（FOMC）决定，再度降息50个基点，将联邦基金利率从3.50%降至3.00%。这已是2007年8月以来美联储的第五次降息。

而就在9天前，美联储刚刚采取非常之举，在两次议息会议间隙紧急将联邦基金利率降低75个基点。那是美联储自20世纪80年代以来幅度最大的一次降息。

即便如此，也无法平息市场的不安情绪。1月30日美联储降息之后，欧美股市出现短暂反弹，之后纷纷以低于开盘价报收。道琼斯指数、纳斯达克指数和标普500指数跌幅分别为0.3%、0.38%和0.48%，英国FTSE 100指数下跌0.8%，法国CAC 40指数下跌1.4%，德国DAX 30指数下挫0.3%。对此，美联社发表评论称："投资者要求更多次的降息。"

次贷危机发生以来，道琼斯指数从2007年10月的高点至今已下跌15.48%。金融风暴迅即全球扩散，香港恒生指数同期已下跌23.97%。一度被认为与国际市场绝缘的中国A股此番也难以幸免，在1月21日、22日两天分别下跌5.14%和7.22%，从5 188点急跌至4 559点。2月1日最低跌破4 200点，较2007年10月最高点已跌去近三分之一。

在2008年初的达沃斯世界经济论坛年会上，次贷危机及其影响成为焦点。乔治·索罗斯称，由次贷掀起的这场危机将结束全球60年来的超级繁荣，而美联储已经做的和将要做的干预行动无效。油价在涨，食品价格在涨，其他大宗商品价格也在涨，连人民币现在也涨得快了。这使得美联储无法不面对通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，如果美元利率低到一定程度，美元将面对新一轮贬值压力，长期债券收益率将上扬。“我不知道那一天何时到来，但从那一天开始，美联储对市场再也无能为力。”索罗斯称。

美国政府进入了抢险状态。2008年1月29日，美国国会众议院以385票对35票的压倒性表决结果，通过了布什总统1月24日提出的经济刺激方案。方案涉及金额为1 460亿美元，主要内容包括：年收入低于7.5万美元的纳税人将获600美元退税，年收入低于15万美元的每对夫妻将获1 200美元退税，有孩子的家庭还可额外获得每个孩子300美元的退税。商业纳税人在该法案中亦获得总值约500亿美元的税收优惠。

美联储和美国政府各出奇谋“救火”，但市场对美国经济的前景始终忧心忡忡，经济衰退的阴云日重一日。

华尔街劫难

肇始于2007年夏天的次贷风波，在当年8月9日演变成席卷全球的金融风暴。自11月稍有缓解后，新年伊始又以更强的势头袭来，而且愈演愈烈。

2008年1月15日，花旗集团第四财季财报披露惊人的98.3亿美元亏损，并宣布减计次贷资产181亿美元、派发股息减少40%。即使如此，花旗的次贷资产持有量仍有293亿美元，在各大金融机构中最高。

1月17日，美林所公布的2007年四季度业绩创下了十余年来最糟糕的纪录，减值准备160亿美元，其中债务抵押债券（债务抵押凭证）减值125亿美元，2007年四季度亏损98亿美元，致使全年亏损78亿美元，远超市场预期。目前，美林尚有218亿美元的各类债务抵押债券资产，以及840亿美元和房地产相关的资产。市场预期，美林还会进一步做减值准备。与其他金融机构一样，美林仍然面临三个风险：信贷利差加大，按揭或其他市场恶化，股市继续下行。

1月22日，美国第二大银行美国银行和第四大银行美联银行公布的财务报告显示，因次级住房抵押贷款损失和投资收益不佳，这两大银行2007年四季度盈利均急剧下降，降幅分别高达95%和98%。

1月30日，瑞银集团宣布，因为计提140亿美元资产减值，2007年四季度亏损额达到125亿瑞士法郎（约合114亿美元）。这一季度亏损额刷新了此前花旗集团和美林创下的纪录。

1月31日，由于承保的次级抵押债券资产急剧缩水，全球最大的债券保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商——美国 MBIA 公司（MBIA Inc.）2007 年四季度净亏损 23 亿美元，合每股净亏损 18.61 美元，亏损额度创下历史之最。

日本共同社也发布消息称，截至 2007 年 12 月底，日本三菱 UFJ、瑞穗、三井住友、住友信托、理索纳、中央三井集团等日本最大的六家银行集团遭受与美国次级房贷相关的损失近 50 亿美元。

深不见底

没人知道危机的底部在哪里，但人们一致认同，危机远未到底。

次贷危机的根源，是美国房价下降。美林新任 CEO 赛恩（John Thain）在 1 月 26 日达沃斯世界经济论坛年会上称，“美国房价下跌未止，目前存货增加，2008 年面临的压力更大，与房贷相关的资产价格将继续恶化。”

他认为，目前负面冲击已经扩展到了美国的消费市场。这使得经济恶化的风险加大。对于近来美国政府推出的经济刺激计划以及美联储的大幅降息，他认为非常迅速及时。但由于这些举措本身对房价并不会产生直接影响，“所以 2008 年仍会下行，房市远未见底”。

事实上，市场人士普遍认为，美国金融机构收益恶化的状况正在持续。美国企业研究所研究员德斯蒙 · 拉克曼（Desmond Lachman）告诉《财经》记者，根据市场“次贷损失将介于 2 000 亿～ 4 000 亿美元之间”的预测，银行现已承认的减计尚未过半。“这意味着，我们还将看到更多的资产注销汇报。”拉克曼说。

《财经》特约经济学家、玫瑰石投资公司董事谢国忠也认为，目前损失主要来自资产注销，而结构性投资载体正在形成第二轮损失。理论上，发行银行可以允许它们违约；而在现实中，它们必须为此负责，以免造成名誉损失。汇丰银行将其结构性投资载体资产列入资产负债表，这迫使其他银行也照此行事。据惠誉（Fitch Ratings）统计，一个月以前总值尚达 3 000 亿美元的结构性投资载体资产可能发生多于 30% 的贬值。

而司法诉讼可能带来第三轮损失，因为许多被给予很高评级的信贷产品发生了违约，投资者完全有理由质疑这些金融产品的设计、组合和销售的过程中是否存在欺诈。

虽然评级公司在面对风险时往往首当其冲，但价值链上的其他角色也同样脆弱。投资银行必将接连遭到起诉。这样的诉讼过程可以拖延数年之久，为银行经营造成很大不确定性。最终，银行可能会被迫支付给投资者数百亿美元的赔偿。

自 2007 年 8 月起，纽约州检察长就“华尔街银行是否向评级公司和投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者充分透露了相关借贷的风险性”展开调查。他已经发出了不下30张传票，传唤对象包括雷曼兄弟、德国银行等抵押证券承销商，也包括Clavton Holding、Bohan Group这样的尽职调查公司。

调查发现，在房市高涨之时，新世纪金融公司这样的抵押贷款机构的低借贷标准，让破例向低信用者借贷成为常规。之后，它们又以折扣价将这些债务转卖给华尔街承销商。

按照惯例，华尔街承销商需雇用尽职调查公司来调查债务文件的特例、错误，以及是否违反《借贷法》。但受利益驱使，贷款机构和投行都在某种程度上有意忽略尽职调查公司提出的疑义。

1月10日，俄亥俄州克利夫兰市正式起诉包括贝尔斯登、高盛和摩根士丹利在内的21家银行和金融机构，指责它们受利益所驱，有意识地向无力支付还贷的人群投放次贷，让这座城市的房屋市场陷入了严重的金融危机。该市正试图通过法律途径向以上银行索赔上亿美元。

在联邦政府层面，美国证监会也展开近40项民事调查，涉及次贷的提供、组合，以及对证券化产品的定价等方面。美国证监会的调查对象不仅包括上述美国大行，还包括全球最大的债券保险商MBIA。

1月29日，美国联邦调查局（FBI）宣布，已经对14家可能在次贷链条中存在会计欺诈的公司展开刑事调查。联邦调查局没有公布这14家公司的名字。但贝尔斯登、高盛和摩根士丹利已经向媒体承认，联邦调查局正向他们索取关于债务抵押贷款和合成产品的账面信息。

在当日的新闻发布会上，联邦调查局官员透露，针对抵押贷款领域的调查于2007年春天启动，调查对象遍及次贷链条的各个环节，包括提供抵押贷款的银行、投资银行、开发商和对家庭贷款进行证券化的金融公司。FBI表示，目前手头有1 210个抵押贷款欺诈调查正在进行，预计这个数字将于2008年底上升至6万例。

华尔街投行的厄运多少有些咎由自取的味道。虽然投行们将非流动性资产转化为流动性资产，创造了价值，但证券化程度过高，已经偏离了“资产支持证券”本意。

“就像你炒了几盘菜，从中挑出一些再炒一次，再挑出来再炒，炒过几次之后根本不知道来源是什么了。”一位做结构性产品设计的人士说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退阴云

在华尔街情绪低迷的状况下，美国经济也呈现出历次经济衰退的共同症状：长期利率跌到短期利率之下，新房开工数减少，失业率上升……

因通胀顾虑而一直对大幅降息持谨慎态度的美联储主席伯南克实在坐不住了。为了缓解美国经济的下行风险，美联储已于2007年8月以来连续五次调低隔夜拆放利率，但这似乎还远远不够。

美联储联邦公开市场委员会在1月22日的降息声明中表示，做出降息75个基点的决定，是“由于美国经济前景恶化以及经济增长的下行风险增强”，“虽然短期融资市场的压力有所缓和，但整体金融市场状况继续恶化，一些企业和家庭的贷款状况更为收紧，而且新的信息反映出住宅市场更加低迷，劳工市场也趋疲软”。

1月30日再度降息50个基点之后，美联储称，经济下行风险仍存，而美联储会密切注视经济发展情况并及时抑制存在的风险。

市场对美联储两次大幅降息的基本解读是：效果不一定显著，但不行动的风险更大。拉克曼告诉《财经》记者：“在全球资本市场狂跌的情况下，美联储意识到，它必须要果断行事，扭转投资者的恐慌，防止美国经济落入恶性循环。”

“问题是，美联储还能将利率降到多少？”在达沃斯世界经济论坛开幕日的午餐会上，索罗斯反问来自世界各地的政界和商界人士。

瑞士信贷在一份研究报告中预测，联邦基金利率还会在2007年年中再降50个基点，至2.5%。“预计在相当长一段时间内，美联储都会把利率控制在低水平，因为倘若利率迅速下降又迅速上浮，收效可能会走向负面。”

有人批评美联储被金融机构挟持住了，不得不以牺牲自身信誉为代价。另有人则抱怨称，美联储宁愿选择向外界传递信息而不是通过降息的实际动作来应对金融市场的巨幅震荡；在2007年年末时，美联储仍在纠缠于“通胀风险”，而当时的市场情况已经相当糟糕了。

索罗斯称，美联储降息“已经错过了干预危机蔓延的最好时间”。美国前财长萨默斯也在达沃斯世界经济论坛上批评说：“在过去的两年里，美联储始终落后于市场曲线。”

一些评论人士认为，解铃还需系铃人——降息对扭转经济下行风险的效果有限，那是因为房市尚未得到有效控制。

美国房市出现26年来最严重衰退。据标普/Case-Shiller房价指数，美国20大都市区2007年11月房价同比下跌7.7%，连续第11个月下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据彭博报道，截至2006年底，美国次级按揭的借款人总数达到750万，总金额达到1.4万亿美元。而这部分借款人一般多采取可调整利率按揭(Adjustable Rate Mortgage，ARM)。随着低利率期（2~7年不等）的结束，会有越来越多的家庭因无力还款而丧失产权，房屋将被银行收回并拍卖。据估计，在未来数月中，陷此困境的借款人将会超过200万之多。

从理论上说，低息能通过刺激住房购买和新房开工而扭转市场颓势，但随着房市泡沫的破灭，美国市场上还有大量待售住房。这意味着，无论利率如何降，一两年内新房开工数都不会有显著提升。

萨默斯也认为，光有降息和财政刺激还不够，“必须要在房市上采取更强有力的行为”，因为“住房占到美国家庭资产的一半，只有防止房贷违约的增长才能减少对经济的冲击”。

衰退能否避免？

目前，美国各界对财政刺激计划的评价以积极为主。在参议院听证会上，布鲁金斯学会高级研究员、前克林顿政府的经济政策顾问福尔曼（Jason Furman）和哈佛大学经济学教授马丁 · 费尔德斯坦，均肯定了财政刺激计划的必要性。

福尔曼称，货币政策的效果滞后，而且当前金融市场的混乱局面很可能会增加货币政策效果的不确定性，“而短期财政政策的最大优势就是‘见效快’，能及时填补货币政策生效前的时间空缺”。

国会预算办公室主任奥萨格（Peter R. Orszag）认为，倘若设计得好，占国内生产总值0.5~1个百分点的财政刺激计划能将美国经济下行风险控制在一般水平。布鲁金斯学会高级研究员埃尔门多夫也向《财经》记者称，刺激政策预计将向国内生产总值贡献0.75~1个百分点。

尽管支持财政刺激的学者和政治家都反复强调这次“返税”政策的“临时性”，但还是有一些学者提出了他们对于财政负担的担忧。据国会预算办公室和参议院预算委员会的估算，当前1 500亿美元的财政刺激计划，势必又会给本财年添加超过1 000亿美元的赤字。卡托研究所经济学家雷诺兹就不赞成所谓的“短期税改”，他认为临时返税不仅效果弱，而且其主要效果是“提前”了购买，而不是真正“增加”了购买。

“所谓的财政刺激政策不过是让政府从A处筹钱补B处，拆东墙补西墙。而且，增加失业福利、家庭供暖补贴和食物券对于产业间的循环促进帮助甚少。”雷诺兹告诉《财经》记者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国是否即将进入衰退，或者是否已经进入了衰退？

被《金融时报》誉为第一个成功预言美国2001年经济衰退的经济学家雷诺兹，这次却犹豫了。

“倘若就业率和产量在至少6个月里持续下跌，这是衰退。但如果就业率和产量缓慢增长或者保持恒定，这不是衰退。”雷诺兹告诉《财经》记者。

雷诺兹认为，从2007年12月的数据看，美国就业增长率放缓、失业保险申请人增多，但不足以说明流失的工作机会比新增的工作机会要多；工业产量并未发生显著变化；零售额虽然有所下滑，但这只是对个人消费的“有限”衡量，因为当月的季节性调整十分显著——人们很可能将圣诞购物提前到11月。与2006年11月相比，2007年11月美国的消费者支出的实际增长比率是3%。

“在一年半的时间里，美国新屋开工数的实际减少了1%，所以，也许最坏的一段已经过去了。”雷诺兹说。

费尔德斯坦和埃尔门多夫对美国经济的看法则要悲观一些。在接受《财经》采访时，两位均指出：美国经济现在十分虚弱，进入衰退的可能性已经超过50%。

“如果衰退发生，它的程度和时间很可能要比2001年还要糟糕。”费尔德斯坦说。

但他认为衰退并非不可避免。首先，尽管新屋开工量直线下降，但美国经济越来越依赖于健康医疗等服务业；其次，美联储2007年8月开始的降息政策的效用尚未完全发挥；第三，美元贬值让美国产品在全球市场更有竞争力：在过去两年里，美国出口增加了25%，而2008年美元的继续贬值将进一步刺激经济的发展。

不少专业经济预测师也都预计，美国经济在2008年将保持缓慢增长，而非彻底衰退。国会预算办公室主任奥萨格认为，美国2008年经济增长率将低于2%，而失业率将小幅增加0.1%。

《财经》2008年第3期　陈竹　王长勇　张宇哲　张环宇／文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特里谢的警告

欧美经济走势有了分野，货币政策协同出现分歧，次贷危机此起彼伏，弱势美元重塑国际金融市场格局。

欧元利率继续维持在4%！法兰克福时间2007年11月8日下午2时30分，64岁的欧洲央行行长特里谢在此间新闻发布会上宣布。

至11月，特里谢8年任期刚好满4年。这位前任法国央行行长在欧洲央行舞台上的作为，越来越引起人们关注。

始于2005年底，特里谢在欧洲央行做出的持续加息抑制通胀的货币政策决策，被认为对于欧洲经济稳定发展作用显著。而2007年8月9日，次级抵押贷款风暴升级之际，欧洲央行又在世界各大央行中率先向动荡中的金融市场注入巨额资金，以迅捷、决断和恰到好处的行动，显示出中央银行中流砥柱的作用。

11月8日，欧洲央行新的决策日来临。特里谢宣布利率不变后，8日下午2时45分，伦敦市场欧元对美元汇率站在1 ：1.4665，波澜不惊。当天，欧洲股市轻微波动，美国股市则在前一日暴跌300余点后暂归平静。在华尔街大行接踵披露各自数十亿美元计的为次贷损失追加撇账之时，市场把欧洲央行按兵不动之举当成了定海神针。

的确如此。此前，欧洲央行最关注的指标HICP指数（消费者价格调和指数）从9月间的2.1%猛增至10月的2.6%。如果不是从美国刮起的次贷风暴冲击未止，欧洲经济可能更需要的是加息。“物价的中期趋势毫无疑问是上涨，”欧洲央行行长特里谢承认。

绑住特里谢加息之手的，还有另外一层这次没有直接说出口的理由。美联储自2007年夏以来频频减息，与此相应的是美元对欧元汇率加速下挫。如果欧美利差继续扩大，欧元升势不止，这是特里谢不愿看到的。人人都知道，早在2004年欧元兑美元为1 ：1.3时，他就说过，欧元上升是“残忍的”。在11月8日决定不加息之后，他又在新闻发布会上说，“残忍之举从来都不受欢迎。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个“特里谢式的警告”，虽不直接却相当坚决。但在大洋彼岸，美联储主席伯南克似乎什么也没听见。同在8日，伯南克在美国国会参议院听证会上说，一个星期前美联储降息之后，信贷市场因受次贷危机冲击反而紧张加剧。同时，因为油价飙升，美国通胀压力正在积聚。经济放缓而通胀抬头，这是伯南克的两难苦恼。

欧美经济走势有了分野，货币政策协同出现分歧，次贷危机此起彼伏，弱势美元重塑国际金融市场格局。就是在欧洲央行做出决定的当晚，在德国法兰克福，特里谢接受了《财经》专访，谈欧元，谈次贷，也谈中国。

一动不如一静

《财经》：*美联储刚刚在10月30日决定下调美元利率，而且有可能在未来进一步下调利率。今天欧洲央行决定保持欧元利率不变，主要是基于哪些考虑？*

特里谢：基于欧洲央行的常规经济和货币分析报告，我们在今天的会议上决定保持欧洲央行利率不变。

自前一次欧洲央行开会议息以来的所有新信息，已经完全证实价格在中期有上行风险。此外，欧元地区货币和信贷仍然保持强劲增长。欧洲央行要履行职责，应对价格上涨风险，保持货币稳定。欧元区的经济基本面目前仍然保持稳定健康状态，中期来看也还是有利局面。

但是，正在发生的金融市场风险重估会产生持续的不稳定。我们的中期货币政策重点是保持价格稳定，这就要求对货币政策进一步下结论前还要全面考察更多信息。

《财经》：*在决定利率之前，你考虑得更多的是消费价格指数（含油价与食品价格），还是剔除这两种价格因素的核心消费价格指数？此外，你还考虑其他什么重要因素吗？*

特里谢：首先，谈到作决定时所要考虑的因素，我们采用的是一个穷尽式的方法，要考虑的是所有因素，包括所有能获得的事实、数据和信息，只要这些东西与我们的两大支柱策略——经济分析和货币分析——有关。

尽管这样，我们的主要目标和任务是保持中期价格稳定，也就是说使其增长率低于但接近2%。我们还要保持这个目标的可信度，以此来稳定通货膨胀预期。

《财经》：*你如何评价欧洲经济前景？如果美国经济放缓，欧洲还能保持强劲增长吗？*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特里谢：基于现有信息、事实和数据，我们维持的基本判断是欧元区将保持与潜在增长率接近的增长，也就是说2%左右的增长。

尽管如此，考虑到金融市场波动不断，以及实体经济中发生风险重定价，虽然整个经济图景乐观，但围绕着经济的不确定性水平仍然很高。

《财经》：*在潜在通货膨胀风险和经济发展放缓风险面前，你是如何取舍平衡的？*

特里谢：我们不去取舍平衡这两个风险。我们将经济的演变视为通胀风险的一个变量。如果经济增长，价格上涨的压力就会上升；反之，如果经济下行，则价格压力就下降。但我们的罗盘上只有一个指针，那就是在中期内保持价格稳定，因为这是盟约为欧洲央行规定的使命。

《财经》：*你们的决策都是基于央行的独立性吗？你如何定义央行的独立性？它是平衡各方因素的结果吗？如果是，那么是哪些因素呢？如果不是，你的主要政策目标是什么？*

特里谢：独立意味着欧洲央行不受任何外来影响、独立作决定。正如欧盟条约所规定的那样，我们既不接受也不能去寻求外部的指示。任何其他机构包括政府都不能试图影响我们。

当然，我们生活在一个积极式民主社会里，因此跟其他独立机构一样要承担社会责任，要成为欧洲公民的依靠，要为构成欧盟的13个民主国家的人民负责。

记者述评

全球金融市场正在风起云涌，经济增长前景也不容乐观。当此情势，欧洲央行的货币政策选择是以不变应万变。

欧盟条约在赋予欧洲央行独立性的同时，也规定了其使命。其中最为重要的使命是控制通胀。因此，在国际市场原油和粮食价格不断走高的背景下，虽然全球经济下行风险加大，欧洲经济亦有放缓迹象，但在此次欧洲央行议息会议前，鲜有预测其将降息者。

2007年下半年以来，原油和粮食价格在高位基础上继续上涨，原油价格冲破每桶80美元之后，几乎不作停顿，迅速突破几个重要的心理关口，目前在每桶90美元以上蓄势冲击100美元大关。粮食价格涨势也毫不逊色于油价，以小麦价格为例，芝加哥商品交易所12月到期小麦期货合约价格从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年初的每蒲式耳500美分涨至一度超过900美分。

油价和粮价飙升，使得10月欧元区的通胀折年率高达2.6%，并连续两个月突破欧洲央行设定的通货膨胀控制线，按照欧洲央行一贯的政策，如果通胀继续保持这一位置，加息的可能性就会大大上升。

事实上，如果不是因为经济下行风险陡增，加息本该是欧洲央行的不二选择。

作为全球经济最为重要的引擎，美国经济明显放缓，这已是不争的事实，9月新屋开工数大降10.2%，按年折算为119.1万套，为14年来最低。美国联邦储备委员前主席格林斯潘甚至称，美国经济陷入衰退的风险正在提高。

来自欧洲的最新数据亦表明，欧元区经济近几年来高歌猛进的势头正出现减缓迹象。欧洲经济研究中心（ZEW）公布的商业信心指数在10月间落至−18.1的历史低点；法国的消费者信心指标在三季度也大幅下降，二季度的经济增长率环比均比上个季度有明显下降。

国际货币基金组织10月间发布的2008年经济预测全面调低了世界各国经济的增长率，美国今明两年经济增长均为1.9%，而2007年则是2.9%，欧盟未来两年的增长率也被从2007年的2.8%调低至2.5%和2.1%。

一方面是不断上升的石油、粮食价格引起的通胀风险，一方面是经济减速的风险。加息会提高资金成本，抑制经济活动，从而使得经济降温，这同样不是欧洲央行愿意看到的局面。身处两难之境，欧洲央行的选择是保持利率不变，静观其变。

影响欧洲央行加息的，除了日益增大的通胀风险，强势欧元给出口及经济带来的负面影响也将是一个重要考虑因素。

由于加息会导致欧元进一步走强，损害欧洲主要对外出口国的利益，在这些国家的政治家眼中，阻止欧元进一步升值已经成当务之急。2007年以来，欧元相对于美元已经升值近7.7%，这对于那些依赖出口来保持经济动力的国家来说无疑是一场梦魇。

法国政府一直是敦促欧元贬值的中坚力量。欧元汇率的长期走强使法国出口大受损害，9月11日，欧盟委员会将法国经济增长的预期从2.4%下调至1.9%，并预计法国经济的增速将在第二年低于欧元区国家的平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率问题甚至将成为影响法美关系的重要因素。11月6日，在经历六年的空白期后，法国总统萨科齐首次访美。在此过程中，萨科齐称美国不需要疲软的货币，并呼吁美国避免出现过于疲软的美元。

在欧盟内部，对于强势欧元是否符合欧盟整体的利益也有着不同的声音。在欧洲央行的成员国中，法国和意大利表现出对于强势欧元的极度厌恶，但在德国看来，欧元汇率的上升并没有严重损害欧洲经济，因为在购入以美元计价的原油时，强势欧元可以减少成本。

各国政府方面的抱怨没有换来欧洲央行的实质性措施。这种情况下，萨科齐为代表的各国政府开始将矛头指向欧洲央行，并呼吁给予成员国政府参与央行货币政策决议的权力。

欧洲工会联合会（ETUC）也参与其中。在近期的一份公开报告中，欧洲工会联合会称，“如果欧洲央行不采取行动，而是像2001年那样保持观望态度，我们就面临着欧元区经济再次倒退至长期萧条的可能性，增长可能下滑并维持在2%以下水准。”

法国负责欧盟事务的国务秘书茹耶在欧盟议息会议召开的敏感时间也提出，欧洲央行应该考虑一系列因素，如强势欧元和高涨的油价。

除了欧盟内部的矛盾，某些外部因素同样在悄无声息地对欧盟的汇率和利率政策产生着影响。

国际货币基金组织统计数据显示，截至2007年二季度，全球外汇储备中，美元所占份额由2007年四季度的64.6%降至64.2%，而欧元的份额则由25.9%升至创纪录的26.1%。而且这个趋势正在延续。

在最近几个月中，各国央行均不同程度地减持了美元资产，欧元区经济的稳定性给欧元以强力支撑，而美元的不断贬值使得美元计价的资产大幅缩水。无论是从各国央行外汇储备安全性还是从多元化储备品种的既定策略上看，减持美元资产均成为一种必然。而在减持美元的背景下，欧元就成了一个合理的选择。对欧元需求的增加，无疑会令欧元进一步走强。

面对这些压力，欧洲央行并未选择妥协。与执掌法国央行时情况不同，此刻的特里谢更关注欧元区物价水平。而欧元区各国经济发展的不均衡或某个国家在现有货币政策下利益可能遭受的损害，在欧洲央行的决策表上已经居于次要地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次贷与全球金融风险

《财经》：*你如何看次贷危机？它对金融系统稳定、欧洲经济和全球经济带来何种冲击？这场危机已经结束了吗？相对于美国而言，这场危机对欧盟经济体的主要影响是什么？*

特里谢：目前全球金融系统正经历一场重大市场调整，伴随着过激反应，也伴随着剧烈的动荡和不安。这是一个全球金融系统风险重估的过程。在中央银行们看来，这一重估不仅是可能的，甚至从某种角度来说还是及时的，因为全球金融业过低地为风险定价的倾向已经持续那么长时间了。

因此，我们还是得对现在的发展保持高度警觉，要恪守我们的职责，最主要的职责就是保持中期价格稳定，同时关注货币市场运行是否正常。这是我们过去、现在和将来都要做的事。

至于对欧盟经济的影响，谈到欧洲，基于现在获得的信息，事实和数据，我们一直都对各种进展保持高度敏感。我们还是重申此前对经济增长水平在潜在增长率上下的判断，同时提示有下行风险。

《财经》：*在次贷危机发生后，欧洲央行是第一批向货币市场注入流动性的央行之一。当时是怎么考虑的？有没有考虑过一些更激进的措施，比如减息？*

特里谢：我刚才已经说过，我们的职责主要有两个，不要混淆了。一个职责就是为了保持中期价格稳定，然后决定央行该采取那种货币政策，这其中也包括了利率水平。我们必须考虑利率保持在哪种水平是合适的。另一个职责是维系货币市场的正常运转。这是我们为何在 2007 年 8 月 9 日向货币市场注入 950 亿欧元的原因。当时货币市场已不能正常运转，其功能在恐慌情绪冲击下已瘫痪。

这笔 950 亿欧元的央行资金其实是隔夜拆放，利率是年利 4%，所有资金都有优质抵押。次日也就是 8 月 10 日，950 亿欧元资金全部回收。于是我们又注入了 620 亿欧元贷款，同样也是 4% 的利率，同样也是隔夜拆放。这 620 亿欧元资金在次日同样全部回收。随后我们又以同样条件向市场投入资金，这一次就少得多了。我们这样做，是要保持市场在恐慌情绪中仍能正常运转。

《财经》：*中央银行在稳定金融系统时该发挥何种作用？面临当前的信贷紧缩现象，如何在平衡金融稳定的同时控制通胀？*

特里谢：控制通胀，是欧盟条约给欧洲央行规定的最重要使命。如果这得到保证，在给定的利率水平上，我们还要采取恰当措施，保证货币市场运作正常。这两种职责之间没有任何矛盾，它们就是央行的主要职责，一点儿都不能含糊，我们必须肩负起这两个职责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《财经》：*过去的几年里，全世界都存在流动性过剩的现象，这在今后会如何发展？如果次贷危机减轻或者结束，全球金融系统和经济将面临哪些主要风险？央行又能做些什么？*

特里谢：中央银行们大体上一直认为，全球金融业对风险的评估并不一定正确。我们早就公开表达过这种意见。我们现在所注意到的重大市场调整在这个意义上非常重要，它与全球经济正经历的风险重估是同步的。我们必须从危机中吸取教训，我们也必须改善全球金融系统中的很多因素，使其更好发挥作用。在这个过程中，我们不会排除任何因素，无论是私营经济还是公共部门，我坚信应该鼓励所有机构从中吸取教训，总结经验。

其中一课就是市场需要更多透明度。这适用于所有私营机构、市场，以及市场中发明的各种金融工具。

抽象地说，我们可以得出上面这个教训，但是要从眼下的局面中得出一个具体的教训，恐怕还早，因为它还在进展当中。

记者述评

次贷危机“还在进展当中”，作为危机发源地和风暴中心的美国，“灾情”不断泛滥。近来华尔街各大行纷纷爆出数十亿美元计的次贷资产撇账，其中美林集团为79亿美元，花旗已公布了三季度亏损65亿美元，还未计入其所持次贷资产，有可能还要做近百亿美元撇账。摩根士丹利最新披露的数字则为37亿美元。到目前为止，美林集团CEO和花旗集团CEO均已被迫辞职，《纽约时报》也开始谈论摩根士丹利CEO约翰麦克的“接班人”问题。

欧洲央行静观其变，而在大洋彼岸，美联储的态度却要微妙得多，其处境也比欧洲央行艰难得多。两者的差别，并不仅仅是因为对反通胀的信仰程度有差别。

美联储的难题是欧洲央行所没有的：来自金融市场的动荡不断，而房市滞后的影响对于经济的打击难以预料。这导致美联储在次贷风波逐渐扩张的过程中连续降息，9月以来两次降息共计75个基点。

欧洲央行与美联储的“救市”力度不同，亦因两地市场受灾程度迥异。

危机爆发后，银行体系间的流动性一度遭遇空前的考验。欧洲央行和美联储迅速做出反应，不停向银行体系中注入流动性，但效果难以持续。在美联储降息之前，甚至出现注入流动性后股市掉头下跌的情景：有效的金融政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策被执行前，市场并不相信这些“治标”之策，信心在逐渐衰减。包括伦敦银行间同业拆放利率在内的众多利率基准在借贷需求的推动下飙升。

银行间流动性抽紧使得信贷通道不畅；商业银行的房贷标准变得苛刻，某些正常的房贷贷款人同样难以贷款；收紧的货币和信贷状况不但令房市自愈的速度变慢，也会放慢经济前进的步伐；资产价格大跌还在打击消费者信心——美联储两次降息，也是自解困局之举。

当前，与欧洲央行一样，美联储也面临着两难困境：在食品和能源价格高涨所推动的通胀风险走高与次贷波及逐渐显露的经济下行风险之间，究竟将以何为重？不同之处只在于，美联储更加难以抉择。

美联储的态度，是否已从坚持抑制通胀转到希望刺激经济复苏上？从政策上看，美联储的降息十分被动。虽然公开声明中，美联储仍努力维持一贯的原则，但众多评论家认为，来自华尔街及其他各方压力令其不得不有所妥协。每次在美联储议息会议前，市场均会大举押注美联储降息，并每每成真。

事实上，美联储不得不考虑的是实体经济所受波及的程度。10月消费者信心指数降至两年最低。由于房市存货仍高，而商业银行对房屋信贷又大幅缩紧，谁也不知道这场房市动荡究竟要肆虐到何时。

“屋漏偏逢连阴雨”。世界能源价格却在不断上涨，11月7日，纽约商业交易所12月交割的原油期货价格冲高至98.62美元/桶。美国能源署的报告显示，过去一段时间，世界石油需求的增长速度远快于欧佩克的增产速度，而地缘性政治风险的加剧及炼油能力瓶颈等问题同样推动油价冲向高位。

能源价格的高位加剧了投资者对于当前市场的状况的忧虑，尤其寒冬将近，市场对于取暖油的需求将加大，季节性因素可能使得这一状况更加恶化。油价高企除了令炼油厂成本压力大增，更是推动汽油价格上涨。

以上种种因素，导致市场出现对美联储第三次降息的推测。

在此微妙时刻，美联储的数位理事在公开发言中试图削弱市场对于降息的预期。美联储理事米什金认为，美国联邦公开市场委员会在过去两次政策会议上采取的宽松措施已经显著降低了经济增长的下行风险，“经济增长的下行风险已与通货膨胀的上行风险大体平衡”。

理事普洛舍亦称，虽然与三季度3.8%的增幅相比，四季度经济表现可能相对疲软，但是增幅仍可能在1%~1.5%之间。除非经济增长低于这一预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，否则他也不主张降息。理事莱克及亚特兰大联邦储备银行行长洛克哈特意见与此大致相同。

频繁的降息已经令美联储官员感到不安。正如他们所称，金融市场情况究竟是在变得更糟还是正在慢慢恢复，仍需要观察；即使是变得更糟，是不是由于经济运行的惯性所引起的，仍需再进行论证。

无论是欧洲央行还是美联储，其考虑问题更侧重于宏观层面，这与金融市场的反应有所差别。金融市场总是试图对每一个刺激性的信息立刻做出反应，而在央行们看来，这种反应有可能是"过度"的，一旦刺激过后，或者重新出现利好刺激，市场将重返恢复的轨道。

可以想象，危机之后的欧美金融市场将有深刻反省。开放的金融市场令各国股市间的联动效应日益加强，而这种效应，在恐慌性的心理传染下，极有可能令各国股市仍将面临巨幅动荡。

针对金融市场的恢复，特里谢认为，风险重估的过程对于欧洲央行来说意味着新的挑战，欧洲央行必须增加风险管理的能力、市场透明度，以及对信用评级机构和流动性风险框架的管理，尤其要重视那些复杂的结构性产品。

金融衍生产品在把次级抵押房贷的风险分散开来的同时，实际上亦把高度相关的风险延伸到全球的每个角落，一旦风险暴露，将产生前所未有的全球性共振。恐慌、抛售、流动性匮乏，这些问题在不断螺旋式自我恶化。衍生产品找不到交易对手，价格一落千丈，金融机构，尤其是对冲基金，理论上的风险控制机制骤然失灵。到底有哪些人，都持有多少次贷支持的证券化资产，直到现在，即便美联储和欧洲央行亦无从知晓。

这或许是特里谢强调透明度的原因所在：有了透明度，投资者心中有数，市场信心便不致丧失。然而，知易行难。在全球经济、金融一体化程度日益加深、交易主体和产品日益丰富与复杂的情况下，增强市场透明度，将是一个长期的艰巨挑战。

节选自《为欧元定价》，《财经》2007年第23期 胡舒立/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝兰克梵：次贷危机谁之过?

当数学模型的局限性被市场遗忘的时候，危机就临近了。

对于华尔街的巨头们，11 月并不是黄道吉日。由于三季度的业绩报告中出现了超出预期的次级抵押信贷亏损，2007 年 11 月初，美林集团 CEO 奥尼尔和花旗集团 CEO 普林斯先后引咎辞职。

2007 年 11 月 1 日上午，在北京金融街的丽思卡尔顿酒店，高盛集团董事长兼首席执行官贝兰克梵（Lloyd Blankfein）在接受《财经》记者的专访时，就次贷危机的原因、教训进行了深入剖析，并首次解读了高盛的中国战略。

2006 年 6 月，高盛原董事长保尔森就任美国财政部长之后，贝兰克梵即接管了这家华尔街最具影响力的机构。在此之前，贝兰克梵已在高盛工作了 25 年，并长期执掌固定收益、外汇、商品和股票交易业务，所以对次贷市场有着极为深切的体验。

事后看来，贝兰克梵的一些论断显然是过分乐观的，当然不能排除是有意为之。不到一年之后，他率领的高盛不得不委身银行控股公司的旗号之下，以求苟安。尽管如此，他关于政府救市利弊、投资银行未来的判断，至今仍是华尔街的主流观点。

最坏的时刻过去了吗?

《财经》：最近美国主要金融机构公布的三季度业绩并不理想，加重了市场对于次贷危机的担忧。在你看来，这一危机是否已经过去，次贷风波带来的损失究竟有多大，你认为美国经济有多大可能走入衰退?

贝兰克梵：关于次贷问题，尽管未来还会有一些波折，但大的危机已经过去了。

未来可能出现的问题是，房贷抵押证券的损失尚未全部反映出来，这在市场上加剧了投资者的不安全感。我想再过几个月的时间，市场就可以充分评估次贷风波带来的损失，因为每一次季报都会披露一些新的发展。这个过程只需要几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月的时间，而不是几年。

另一个需要关注的因素是，如果房地产市场继续疲软，是否会影响美国的消费，进而影响美国的整体经济？如果房价下跌，人们会减少消费，就会导致公司销售量下降、业绩不佳、股价下跌，从而最终将危机传导到整个经济体当中。

以往美国经济一旦减缓，全球经济都会受到影响。这种影响仍然存在，但对于一些经济高速增长的国家来说，影响的程度应该会比以往减轻了。中美两国的经济是独立的，但是中国仍然会受到美国经济增长减缓的影响。如果中国能多些消费，美国多些储蓄，这对全世界都有好处。

总体而言，我对美国经济未来的走向比较乐观。

《财经》：*10月31日美联储再度降息，美国财政部也推动美国的主要银行共同出资组建“超级基金”，以购买市场中的短期商业票据来维持流动性。这些行动能否帮助市场走出危机，抑或这只是危机继续恶化的反应？怎么看待中央银行在此次危机中的表现？*

贝兰克梵：美联储和商业银行拯救市场的行动，既反映出市场自救的决心和信心，也显示出危机尚未完全结束。政府和其他相关机构能正视问题，共同努力，这就是一个好的迹象，可以让我们更快找到解决问题的途径。

至于中央银行，我不觉得美联储是在“劫贫济富”。通常来说，央行只考虑一件事情，那就是宏观经济。但是，宏观经济与资本市场并非毫无关联。人们一直通过买卖证券为他们的生意融资，如果有一天他们不能这样做，最终会影响到整体经济的表现。

因此在资本市场会影响经济发展的情况下，央行需要留意市场的动态，但是其调控目标并不会以资本市场为转移，央行的目标始终是宏观经济。我很欣赏美联储的很多措施，它的行动非常有效，有效地平息了市场的恐慌情绪。

《财经》：*包括美林等金融机构的最高管理者在次贷风波中辞职，您觉得谁应该为次贷风波的损失承担责任？*

贝兰克梵：管理者要有责任担当。因此，我们经常可以看到CEO为公司的表现（无论好与坏）承担责任，这就如同船长要为他管理的舰船上的一切事情负责一样。

现实中，华尔街的生意都非常巨大且复杂，并且暴露在经济环境的影响之下。所以，管理者可能会搭上经济上升周期的顺风车，获得超出其真实努力的回报；但有的时候，如果宏观环境变差，他们也要承担更多的指责。现在我们看到的人事变更，并非关乎公平，而是关乎责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重估债务抵押债券

《财经》：*次贷危机起源于债券和衍生品市场，你在高盛的固定收益部门有多年的工作经验。在过去的十年中，固定收益领域发生了怎样的变化，又是怎样影响当前的投资操作的？*

贝兰克梵：近十年来，固定收益市场发生了很多变化。

尽管现在我们遭遇到了次贷危机，但我首先要提到的就是风险管理水平的提高。现在可以用来管理风险的工具增加了，人们对于风险的认知和理解远比十年之前深入。目前全球资本市场的范围和容量都比十年前大大增加，但出现的问题少了很多。

第二个重要的变化是投资活动的国际化和全球化。第三个变化是科技的进步，这使得交易速度提高，减少价差和交易成本，从而进一步增加了流动性，让市场受益。

十年后的今天，整个市场中的资金量大大增加，并且能迅速向那些价值未能得以充分发掘的“洼地”流动，对冲基金、私募股权投资基金也因此受益。

《财经》：*不过，这种全球性的投资行动也让次贷危机波及了更多的市场。*

贝兰克梵：是的。次贷危机始于美国房地产市场。在美国，住房问题是家庭的头等大事，所以有很多方式、手段被发明出来，以增加人们拥有自己住房的可能性。房贷证券化市场就是其中之一。这个市场发展了很多年，具有相当大的流动性，吸引了美国、欧洲、亚洲的机构投资者。这可以理解为，一些美国家庭的房屋融资是由欧洲和亚洲的投资者来提供的。

当美国房贷资产估值出现问题的时候，住房抵押债券和其他债务抵押债券的价值下降，危及的范围也远远超出美国市场，使次贷危机成为一场全球性的危机。在金融领域中，美国的问题也成为全球的问题。换句话说，如果美国经济出现减缓，或者是美国的金融体系出现问题，美国可以将这些问题部分出口。

《财经》：*在次贷风波过后，市场应该汲取哪些教训？*

贝兰克梵：经历过一个较长的牛市之后，人们可能会低估风险。这次次贷风波的最大教训是，市场高估了数学模型的正确性和持久性，因此低估了交易的风险。数学模型的根本原理是统计学，用历史的统计数据来预测未来。但未来总是与过去不同，有时只有毫厘之差，有时候却可以差之千里。当数学模型的局限性被市场遗忘的时候，危机就临近了。

《财经》：*结构性产品的命运如何，市场何时能对结构性产品重建信心？*

贝兰克梵：我觉得结构性产品总体上说还是好的。虽然现在有些被滥用的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，但是这个技术还是有价值的。它给那些曾经不具有流动性的资产带来了流动性，从而降低了交易成本，吸引了更多的资本。但是，现在我们需要退一步，重新评价整个结构性产品，这将是一个缓慢的过程，但是最终结构性产品只会被改进，而不会被抛弃。

《财经》：*信贷紧缩的市场环境会不会影响资本市场的收购兼并活动？*

贝兰克梵：实际上，收购兼并的机会大大增加了。但是，由于目前信贷紧缩，一些私募股权基金的杠杆收购活动会减少，这种变化也许是临时性的，也许会需要较长的时间来恢复。至于战略性的收购，比如中国工商银行收购南非标准银行的股份，还会继续进行。

中国公司海外收购的趋势还会继续，这是一件好事情。一方面，因为中国经济规模大、经济增速快，这必然导致很多公司转向海外寻求发展机会。另一方面，在“金砖四国”（BRICs，即巴西、俄罗斯、印度、中国四国的首字母缩写）中，中国的出口最为强劲，换取的外汇一部分转化为储蓄，另一部分需要进行对外投资。这对中国和世界都是好事，我们强烈相信一个全球的经济整合对全世界都有好处。

高盛的中国期待

《财经》：*尽管也受到了次贷市场的冲击，2007年三季度高盛的业绩要好于其他投行，为什么？*

贝兰克梵：我们有很好的风险管理的文化，在市场波动比较大、难以预期的情况下，我们尽量减少风险敞口。但风险就是风险，没有人能预料所有的风险，我们能做的只能是尽量降低风险。

另外，我们总是尽量与客户保持密切联系。在市场情况恶化时，维持这种密切的关系尤为重要。因为高盛和客户都有可能遇到同样的问题，我们希望能对客户有所帮助，另外从客户身上了解到市场的趋势，对变化尽早做出反应。

《财经》：*经过危机之后，投资银行领域会发生怎么样的变化？哪些领域会成为增长的重点？*

贝兰克梵：对于投资银行来说，业务多元化非常重要。高盛同样受到次贷危机和信贷紧缩的影响，但是由于我们的产品和业务遍布全球，虽然在房贷等领域同样遭受了损失，但由于另外一些业务的表现非常强劲，整体而言，高盛受到的冲击就没有那么大。

多元化，不仅仅指产品的多元化，也包括地区的多元化。高盛的收入当中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一半以上来自北美以外的市场。这个模式将会继续下去。中国已经成为高盛业务收入的重要来源，在投资银行和直接投资等业务领域，中国都是高盛的重要市场。

《财经》：高盛早年在中国进行了一些直接投资，非常成功。不过最近一段时间，高盛的直接投资业务似乎遇到了阻碍。高盛对美的电器等投资最终没有获批，对此，高盛有何回应？

贝兰克梵：任何投资都存在风险。早年高盛首先提出“金砖四国”的概念，市场反响强烈，原因是没人相信我们的判断会成为现实。后来我们在中国寻找投资机会，并取得了成功。但现在，我们在中国遇到了更多的竞争对手，其他人已经发现了我们早年看到的中国的潜力，并开始在中国寻找投资机会，各种资产的估值随之上升是很正常的。

《财经》2007 年第 23 期　陈慧颖 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超级基金必败

创立结构性投资载体的金融机构将不得不披露更多的损失。美国很多大型金融机构的首脑，也许不是绝大部分，会丢掉饭碗。

随着次贷危机发展，除了美联储降息，在美国财政部支持下，组建一个用于购买缺乏流动性的次级证券的“超级基金”计划正浮出水面，这一度让投资者信心大增。

美联储降息不会扭转美国房地产市场的下滑，以及由此可能引发的2008年消费下降和经济衰退。至于超级基金，尽管有财政部鼎力支持，我也并不看好。世界市场误以为美国经济可以顺利度过次贷危机，免于衰退。当这一错误被证实的时候，全球股市将面临大约10%~15%的调整。不过，由于新兴市场国家大多未雨绸缪，积累了大量储蓄，其消费应该不会受到出口放缓的影响。这些国家会在2008年大显身手。因此，新兴市场股市可能在美国衰退引发的调整后，重拾升势。

大量结构性投资载体支撑了次级债券的需求。一些由银行和对冲基金设立的结构性投资载体，通过短期票据融资（期限不超过270天）购买次级抵押债券或其他高风险债务工具。现在，这些结构性投资载体的控制者拿出一些股权资本（成立超级基金），以降低结构性投资载体所发行票据的风险。评级机构评估这些票据的风险时，给予的评级却远超过了结构性投资载体所买入债券的评级。其理由是：第一，当损失发生时，首先由结构性投资载体设立者所出的股权资本承担；第二，风险被分散，理论上说，这些基金所购买的高风险债务工具的偿付风险相对独立，这减少了整个组合的风险。次级债券的收益率和票据融资的利率之差，就是这些结构性投资载体的利润。

这些基金的实质就是一种借短债、放长贷的银行。银行对储户支付利息，并以更高利率将存款借给企业和家庭。为了取得这种利差收益，银行要承担信用风险（贷款可能无法收回），还要承担期限风险（duration risk，即存款人可以要求随时取款，但贷款要到期才能收回）。银行可能因两种原因陷入困境：一是很多借款人可能同时无力还债，而银行资本金不足以覆盖这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些损失；二是存款人在同一时间内要求提款，而银行短时间内拿不出相应数量的现金。这两种情况常常相伴而生，当银行贷款损失的坏消息传出，惊慌的储户就会急于拿回自己的存款。一场信贷危机就迅速演变为一场流动性危机。

例如，专注于抵押贷款业务的英国北岩银行，就在9月遭遇了流动性危机。受次贷危机影响，这家英国次级信贷机构在银行间市场的融资遇到困难。消息走漏后，受惊的储户立即开始大规模提款，酿成了英国140年来的首次银行挤兑。英国央行被迫施以援手。

市场中介机构难辞其咎

存款人的恐慌可以迅速引发流动性危机，从而拖累整个国民经济。银行危机的这一特性迫使政府不得不对银行进行救援。因此，政府也对银行业实行严格监管。其中最重要的一项是，银行拥有的资本金必须达到存款规模的8%以上。而结构性投资载体是一种没有存款人的银行，它们通过发行票据融资取得利润，也要承担信用风险和期限风险。评级机构取代政府的角色，成为结构性投资载体实际上的监管者，因为评级决定了结构性投资载体的融资成本。

正如我在本专栏说过的，评级机构应对目前信贷市场的危机承担首要责任。它们扮演了半个监管者的角色，但却以营利为目的。评级机构对商业票据提供标准化的评级服务，在完成评级后，后续工作成本微乎其微。当然，追求利润无可厚非，否则也无法生存。问题在于，它们为追逐利润而扭曲事实。它们在给结构性投资载体评级时犯有一个致命错误，即夸大了不同次级贷款捆绑后的风险分散收益。当房价上涨时，次债衍生品价格才能获得支撑。这表明，捆绑贷款产生的所谓风险分散收益基本是不存在的。评级机构的评估可能是欺骗性的，我认为它们有遭到起诉的风险。

该类商业票据的购买者也难辞其咎。他们利用别人的资金牟利，因此有更强烈的动机去从事高风险交易。如果他们决策正确，就能暴富，如果决策失误，至多暂时丢掉饭碗，此外毫发无伤。评级机构正是为他们的冒险行为提供了掩护。他们据此告诉投资者其所购买的是高评级产品。

因为结构性投资载体不出现在资产负债表中，那些出资成立结构性投资载体的金融机构常借此隐瞒风险。如前所述，政府作为最终借款人对银行实行严格监管，而银行希望瞒天过海，背着政府监管冒更大的风险。这些资产负债表外的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资载体在记账规则上的漏洞，让银行的冒险成为可能。在此，有必要谈谈信贷危机中的另一个重要角色——会计师事务所。

你可能还记得安然丑闻令安达信关门的故事。这同结构性投资载体面临的问题惊人相似。安然本质上是一个把自己包装成能源公司的期货交易商，因为它被归类为能源企业，其冒险行为不像银行或投行那样容易引起注意。不过，安然的业务与一家投资银行的自营期货部门并无二致。这也可以解释为什么安然破产后很多员工被投行所雇用。安然依赖资产负债表外的投资载体隐藏风险，甚至利用它们虚构利润。安然倒台后，世界五大会计师事务所之一、始建于 1913 年的安达信也受累关门，“五大”变成了“四大”。

同评级机构一样，大型会计师事务所也扮演半监管者的角色。市场依赖它们的审计意见来评估上市公司财务状况。因此，会计师事务所对其客户具有重大影响力。它们设立咨询业务部门，并且利用这种影响力从客户手里拿到审计服务之外的合同。安然事件后，美国政府注意到了这一利益冲突，增加了新的监管要求，迫使会计事务所剥离非审计业务。不过，这不能解决所有问题。会计师事务所的服务是按工作量收费的，当一家银行设立表外结构性投资载体时，审计机构必须对这一安排是否可行出具意见。会计师事务所很清楚，如果它们通融一家结构性投资载体的设立，今后类似的工作机会将接踵而来，所以会计师事务所偏袒结构性投资载体是无可避免的。

多数金融领域的丑闻都少不了评级机构和会计师事务所的介入。其原因在于，它们为公众承担监管者责任的同时，自身又以营利为目的。为利润而牺牲原则的诱惑永远存在。东窗事发之后，它们会收敛行径，谨慎作为，但过不多久很可能又重蹈覆辙。它们的工作是金融运行中的一个重要元素。但由于政府不能同时担任审计师和评级机构的职责，人们可能不得不忍受时常发生的金融丑闻。

超级基金缺陷明显

结构性投资载体实质上隐藏了银行运营承担的风险，这等于在故意误导市场，因为市场估值时会对风险要求更高溢价，即更低的市盈率。除银行自身隐藏风险的动机外，CEO 的激励机制也为次贷泡沫推波助澜。大型金融机构的高管们会因为盈利增长而获得巨额奖金。尤其是他们手中持有的大量股票期权，可以让他们在公司股价达到一定水平时，赚得数以十亿计的美元。因此，他们总有理由为实现更高利润而冒险。

银行通过设立结构性投资载体可以从两方面获得利润。首先，银行通过承销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次级信贷的资产证券化产品而赚取巨额利润。它们通过设立结构性投资载体来为自己承销的产品创造需求。它们在这些产品中投入一些自有资本以吸引票据投资者，后者才是次级信贷产品最主要的资金来源。理论上说，银行投入的资本为次贷产品的偿付风险设置了缓冲。但这种缓冲并不像通常认为的那样有效。因为，次贷产品的走势取决于房价的高低，而后者包含的宏观风险是少量的银行投资不足以对冲的。银行取得的承销收入可以立即入账，使利润增加。理论上说，银行只是将次级信贷从自己的左手转到右手，结构性投资载体在这里不过是一个将这些贷款从资产负债表中抹去的记账手段。

其次，由于房地产价格持续攀升，结构性投资载体利用银行投入资本赚得盆满钵满。以上两个收入来源使次贷产品变得非常有利可图，这也解释了众多银行不惜豪赌一把的缘由。

但由于部分次贷产品无法售出，同时结构性投资载体内部资产的价值缩水，结构性投资载体的损失逐渐浮出水面。美林银行2007年三季度核销了80亿美元的资产，更多银行未来也难逃一劫。而亏损的第二个根源，即内部资产缩水，目前才初露苗头。

尽管结构性投资载体们扮演的无非是类似安然的角色，次贷危机爆发后，美国财政部依然鼓励身陷泥潭的银行投入800亿～1 000亿美元创立所谓“超级基金”，从银行设立的结构性投资载体手中购买低流动性资产。显而易见，目前没人愿意充当结构性投资载体的“冤大头”。同时，次级信贷市场深度不足，投资者“一朝被蛇咬，十年怕井绳”，面对已大幅折价的产品在购买时仍会举棋不定。据估计，结构性投资载体目前净值只有其初始投资的70.9%。不过，在低流动性的市场上，很难估计资产的真正价值。而一个可怕的事实是，结构性投资载体在给自己的资产进行评估。目前结构性投资载体的名义上资产估值为3 200亿美元。如果这些资产被打包出售的话，那么结构性投资载体能收回的不过是一小部分。反过来，这会导致那些运行结构性投资载体的银行陷入危机。

创立超级基金，尽量减少次贷危机危害，这个创意听起来不错，但如果细心观察，会发现这根本没有任何意义。该基金的本质是由设立结构性投资载体的银行汇集一笔资金，从结构性投资载体中购回资产。但我们如何相信该类资产的交易价格？结构性投资载体不乏动机去夸大资产价格来弥补自己的账面损失。这类“自救”不过是拆东墙补西墙的会计手段，无异于掩耳盗铃。

美国财政部和卷入危机的银行是否意识到超级基金完全是痴人说梦？我深表怀疑。它们的用意是提高结构性投资载体的生存能力，使市场更愿意向它们提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款，或出高价购买其出售的次贷产品。此类伎俩在股票市场中屡试不爽。股票投资者以为超级基金可以制止次贷危机造成的混乱，并能持续推高股价，但信贷专家对未来依然非常悲观。两者相较，我站在信贷专家一边。股票市场黄粱梦醒的日子为期不远了。

不妨回首互联网经济泡沫、安然危机和现在沸沸扬扬的次贷危机，所有这些都揭露了美国社会的一个根本挑战：有钱有权的人们发现体制的漏洞，从涉世不深的投资者身上盘剥巨额利润，却不为接踵而来的后果承担责任。当他们的诡计有可能造成经济崩溃时，政府便冲出来扮演救世主。所以这些人总有动机为了一己之私而破坏整个经济体系，甚至金融精英们在由于自己的失误损失了投资者数十亿美元时，他们还能带着百万美元舒舒服服被解雇。美林集团 CEO 斯坦利 · 奥尼尔在美林陷入次贷危机后退休，但他依然得到了 1.6 亿美元。

通过超级基金恢复投资者信心的如意算盘不会打太久。创立结构性投资载体的金融机构将不得不披露更多的损失。美国很多大型金融机构的首脑，也许不是绝大部分，会丢掉饭碗。可悲的是，这些人会揣着百万美元的遣散金“走路”。而损失了数十亿美元的股东们就不会同样走运了，数百万使用了次级抵押贷款的房屋业主将面临破产，甚至失去自己的房产，没有人是他们的救世主。

《财经》2007 年第 23 期　谢国忠 / 文

作者为《财经》特约经济学家、玫瑰石顾问公司董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

华尔街的第一滴血

贝尔斯登，丧钟为谁而鸣？

美联储的工具箱

中信和贝尔斯登：从婚礼到葬礼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔斯登，丧钟为谁而鸣？

华尔街被深深震撼，越来越多的人开始将目前的危机与1929~1933年的大萧条相提并论。

在风声鹤唳的华尔街，一家大型投资银行的垮台需要多长时间？

贝尔斯登的答案是一周。从2008年3月10日到17日，美国第五大投行、有着85年历史的贝尔斯登，近年来以衍生品创新获利巨大的贝尔斯登，2007年年底仍被评级公司视为拥有充足流动性的贝尔斯登，像被闪电击中一样，迅速坍塌下来。

华尔街五大投行中，贝尔斯登规模最小，但对房屋抵押债券及其衍生信贷产品的风险敞口最大。自2007年6月其属下两只从事信贷衍生品交易的对冲基金报出巨亏以来，贝尔斯登噩耗不断，在次贷危机的泥淖中越陷越深。与其他华尔街大行相比，该行在补充资本金方面行动迟缓，也是导致其流动性恶化的重要原因。但即便如此，贝尔斯登崩溃的速度依然令人瞠目结舌。

贝尔斯登危机的诱发因素是凯雷资本的清盘。该公司是私募股权基金凯雷集团旗下的一只基金，从事房屋抵押证券投资。在此前的交易中，贝尔斯登为凯雷资本提供融资，同时收取房屋抵押证券作为抵押物。凯雷资本清盘导致166亿美元的损失，贝尔斯登手中的抵押资产变得几乎一文不值，财务状况立刻恶化。

从3月10日，周一。华尔街的交易员们口口相传，一些大型投资银行和对冲基金开始拒绝接受与贝尔斯登相关的证券交易。接下来的形势一如山洪海啸，信用危机引发了挤兑和融资困难；加上投机商的做空压力，贝尔斯登的170亿美元现金迅速被市场榨干。到3月15日美联储宣布提供40亿美元紧急贷款前，它账面上的流动资金只剩下了10亿美元。

经过一个周末的紧张谈判，在美联储提供的300亿美元信贷支持下，摩根大通宣布与贝尔斯登达成收购协议，价格是每股2美元，而在一周前，贝尔斯登每股股价还有60多美元！最终，一周之后，摩根大通宣布将每股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格提高到 10 美元。

在贝尔斯登瓦解所激起市场动荡之时，美联储进行了一系列紧急行动——公开市场操作（隔夜回购协议）、贴现窗口、短期标售工具（TAF）、短期证券借贷工具（TSLF）和一级交易商信用工具（PDCF）。

华尔街被这一幕深深震撼。报章连篇累牍地追踪事态的进展，专家为美联储的救市措施争执不休，甚至激战正酣的美国大选也为之黯然失色。这一情势远远超过了 1998 年长期资本管理公司（Long Term Capital Managment）清盘时的影响。事实上，越来越多的人开始将目前的危机与 1929~1933 年的大萧条相提并论，而衍生品的脆弱性也势将引发监管哲学的转向。

在这个意义上，贝尔斯登的丧钟，正是为山雨欲来的金融新变局而鸣。

流动性"窒息"

3 月 10 日，贝尔斯登迎来了噩梦般的一周。挤兑风潮像设定好的程序精确运行，坊间传言和市场操作同步上演，股票市场、债券市场和衍生品市场相互联动，信用危机与支付危机自我循环。

首先是市场传言，高盛等大型投资银行和对冲基金开始拒绝接受与贝尔斯登相关的证券交易，这意味着人们对贝尔斯登的信用出现疑虑。

在股票市场上，针对贝尔斯登的做空力量开始凝结，市场上骤然出现大量 25~30 美元一股的空单，当时其股价约为 60 美元一股。

在债券市场上，对贝尔斯登债券支付风险进行对冲的信用违约掉期息差急速上升，这被视为贝尔斯登临近破产的标志。信用违约掉期是一种证券衍生产品，相对于对冲特定资产（多为债券）支付风险的一种保险产品，它的价格上升意即表明，市场认为其所保险的资产出现支付困难。值得提及的是，这种衍生产品近年来在华尔街大行其道，贝尔斯登出力最多。到头来信用违约掉期将其引入危机，可谓自食其果。

与此同时，信用评级公司迅速将贝尔斯登信用调低几个级别，公司债券此时与垃圾债券只有一步之遥。下调评级意味着贝尔斯登背书的众多衍生品证券合同也将被集体下调评级，影响证券持有者的资产和融资状况。

压力之下，贝尔斯登的融资链条开始出现裂痕。由于担心资金安全，银行和对冲基金开始在证券回购融资市场（下称 Repo）上拒绝为贝尔斯登提供周转资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总规模达3万亿~4.5万亿美元的Repo市场，是高度倚重资金杠杆的华尔街机构须臾不能离开的生命线。在这个市场上，金融机构多以国债等高流动性证券产品作为抵押进行隔夜拆放。据一位接近贝尔斯登的市场人士称，该公司每天在Repo市场融入的资金量要在700亿~800亿美元之间。

到3月14日晚，贝尔斯登在Repo市场上已完全无法获得可供周转资金，昔日常相来往的银行和基金，此时甚至连贝尔斯登提出以某些高评级债券作为抵押也毫不动心。“尽管贝尔斯登手中拥有国债，但融资方担心一旦发生破产冻结，这些证券就会被减值，因此拒绝接受贝尔斯登的一切抵押品。”前述知情人士解释。

在市场的另一端，出于同样的原因，贝尔斯登的交易客户们纷纷开始撤出交割期未到的交易合同，取消托管账户，从中撤出证券资产或者现金。一些对冲基金甚至需要向投资人公告其与贝尔斯登已经划清界限，没有交易往来，方能安抚投资人。

内外交困之下，贝尔斯登变成了一座孤城，只能坐视手中的流动资金流失殆尽，或者低价抛售手中的证券产品。更糟糕的是，在保证金交易的衍生品交易中，随着贝尔斯登抛售引发相关产品（多为房贷相关证券如债务抵押债券）的降价，触发了更多的交易对手要求补充保证金，这种恶性循环对于贝尔斯登无异于是个“自我实现的预言”。

3月13日，周四。这是贝尔斯登交易对手们集体大规模撤出的一天，也是市场对贝尔斯登信心彻底崩溃的一天。

是日深夜，贝尔斯登高层火速报告美联储，称公司面临破产威胁。次日，美联储与摩根大通联手向贝尔斯登提供紧急借贷资金，若非当日借到的40亿美元，贝尔斯登的账本上便只剩10亿美元现金。

阴谋与阳谋

事后看来，贝尔斯登最初的崩溃迹象缘自股票市场上的做空力量。

数据显示，在3月10日这一周，股票市场忽然涌现出大量有关贝尔斯登的卖空期权，其中每股行权价30美元的卖空期权新开合同从几百个剧增到3万多个，也就是大量投机者赌定贝尔斯登的股票在10天之内会跌破每股30美元。

做空者们的勇敢一搏异常完美。从3月13日到3月14日一天之内，贝尔斯登的股价便完成了从60美元到30美元的自由落体运动。

从当时的市场情景来看，空方对于贝尔斯登股价下跌幅度或者速度的判断都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现出令人吃惊的准确和果敢。

这一现象也引起美国证监会的注意。有消息表明，目前美国证监会正在展开调查，旨在发现做空的对冲基金是否合谋搞垮了贝尔斯登。究竟它们是掌握了贝尔斯登的内部消息做出的交易判断，还是通过大肆传播对贝尔斯登不利的传言来拖垮贝尔斯登以获利？从法律角度，交易人士虽有权传播信息，但通过散布谣言以得利的行为则不为法规所允许。

“你要么尽量保守，要么规模最大，否则的话，你就是最容易攻击的对象。”一位华尔街分析人士如是解释贝尔斯登遭受围攻的原因。

然而，要在对冲基金这个充斥传言、言行诡秘的圈子里证实所谓合谋的假设，并不容易。

更重要的是，贝尔斯登远非无缝的鸡蛋。市场人士多数认为，贝尔斯登在衍生品市场的激进取向注定了其悲剧性的结局，即使有少数做空力量合力袭击，做空成功更多也是借助了市场的公意。

贝尔斯登成立于 1923 年，近年来大力发展包括与次级抵押信贷相关的衍生产品，比如债务抵押债券、信用违约掉期、奇异期权（exotic option）等。在获利颇丰的同时，也将其资金杠杆比率提高到 33 ∶ 1。

市场普遍认为，贝尔斯登的业务过于集中于房贷抵押债券产品，当高风险业务受到重创，吸纳大量流动资金的时候，整体业务也受到影响。2007 年 7 月，贝尔斯登旗下的两只对冲基金关闭后，贝尔斯登的金字招牌已开始蒙上阴影。2007 年也是贝尔斯登在其八十多年历史上第一次报出亏损的年份。

随着次级抵押信贷危机愈演愈烈，贝尔斯登承销的大量房贷相关衍生债券失去了重要的买家。同时，风险极高的次贷相关衍生产品价值本身受到市场质疑。由于过去两三年里宏观经济环境和利率环境的改变引发大量次级房屋贷款者无力还款，次贷债券变得人人避之唯恐不及，市场价格一路下滑。

一旦市场对于房贷相关债券产品兴趣锐减，作为承销商的贝尔斯登往往不得不自己持有大量流通性极差的债券，承担这些债券价格下跌的损失。

一位对冲基金人士向《财经》记者表示，他所在的基金自 2007 年夏天事件爆发后，便再也没有在 Repo 市场上借给贝尔斯登一分钱。

尽管从报表上看，贝尔斯登核销的次贷损失并不显著，经营业绩也无明显下滑，但其业务结构中的潜在风险要大得多。作为场外交易衍生债券的主要做市商之一，贝尔斯登交易的信用违约掉期名义市值就达到 11 万亿美元之巨。这一市场与期货市场相仿，采用保证金制度，市场并不显著的价格变化便有可能危及公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的整个资本金。

更重要的是，对于这些衍生品而言，它们的风险对冲机制在牛市中似乎屡试不爽，但在熊市中更多显示出的是风险放大机制，产品设计中隐含的合同风险、支付风险、交易对手风险暴露无遗。随着熊市中的所谓解杠杆（Deleverage Effect）效应，这座建筑在高度流动性的衍生品大厦随时面临着被自身重量压垮的危险。

在外界看来，贝尔斯登的猝死，与华尔街自身的关系网亦不无关系。贝尔斯登素来独来独往，1998 年长期资本管理公司陷入危机时，华尔街大机构们纷纷伸出援手，唯有贝尔斯登悍然拒绝；2007 年贝尔斯登任其旗下的两只对冲基金倒台而不援救，令不少与其做交易的对冲基金蒙受损失，也招来不少怨恨。一位基金经理在接受 CNBC 采访时即表示，贝尔斯登和其他机构结下的仇恨，市场并没有忘记。

群情汹汹之下，贝尔斯登董事长凯恩（Jimmy Cayne）的“桥牌丑闻”成为发泄对象。在危机爆发之际，这位贝尔斯登最大的个人股东之一仍在底特律参加北美桥牌巡回赛，直到 3 月 15 日并购小组进驻公司才匆匆返回。有报道称，目前凯恩在公司大厦出没时，均有保镖贴身防护。

2 美元权衡

贝尔斯登的垮台，并不是一个孤立事件。在华尔街人士看来，重组是唯一选择。

在争议声起之前，美联储即采取了快刀斩乱麻的措施，在 3 月 15 日召集多家投资者来洽谈并购事项。闻讯而来的包括私募股权投资基金 JC Flowers、KKR，以及巴克莱银行和摩根大通等，最终留在位于纽约中央车站旁的贝尔斯登大楼里度过周末的是摩根大通。

据市场人士透露，作为贝尔斯登的交易清算银行，摩根大通长期为贝尔斯登代理交易划账清算等服务，对于贝尔斯登自有交易情况与抵押资产状况的了解，有无可比拟的优势。同时，摩根大通本身为贝尔斯登业务集中的场外信贷衍生品市场的重要交易方，若坐视不管，也将因贝尔斯登的破产而蒙受巨大损失。

3 月 15 日和 16 日，摩根大通派出包括 CFO 和投行部门主管在内的阵容强大的收购队伍，进驻贝尔斯登大楼。此后华尔街与华盛顿连线不断，进驻贝尔斯登大楼的交易双方以及监管部门的官员们分秒必争，持续工作至凌晨。鱼贯而入的贝尔斯登投行业务人员们被要求提供正在进行中的并购交易单，贝尔斯登众多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易账户则被一一梳理。

美国证监会监察交易与市场小组、华尔街的自治协会金融行业监管协会（FINRA），以及纽约联储官员都派出特别小组，监控交易异常情况，防止贝尔斯登事件影响金融机构的合规交易行为；在同一幢楼里，贝尔斯登的另一班人马正在紧急准备向法院申请破产保护的文件。

据《华尔街日报》报道，这个周末，美联储主席伯南克与财政部长保尔森家里的电话响个不停。最终美联储与财政部一致同意，必须促成双方在美国东部时间周日（16 日）傍晚亚洲股市开盘前达成交易协议，避免一场可能的国际金融地震。

美国财长保尔森在 3 月 16 日的电视访问中明确表示：政府将尽一切可能保护金融市场稳定。当日下午，购并交易条款基本拟定，双方就 2 美元一股的协议收购价达成一致，摩根大通同时获得联储对贝尔斯登可疑债券资产的 300 亿美元担保。

按照最初的交易条款，JP 摩根几乎不花一文就将贝尔斯登的 Prime Brokerage 业务（服务对冲基金等大客户的券商业务）收入囊中。除此之外，摩根大通还将通过获取贝尔斯登强势的固定受益部门、股票交易部门与风险套利交易部门来巩固其作为跨越各金融领域的“全能银行”地位。

10 美元结局？

美联储和摩根大通提出的方案，很显然是在债权人和股东之间做出了区分：股东受到了严厉惩罚，债权人则因投鼠忌器受到了保护。

“美联储在处理道德风险与系统性风险做出了尽可能的平衡，”加州大学伯克利分校经济学教授艾肯格林（Barry Eichengreen）向《财经》记者表示。在他看来，投资者吃够了苦头，因而不会产生刺激冒险行为的副作用，“美联储的措施是救了机构的同时，又惩罚了个人，这应当是一个经典案例”。

然而，对于持有约 30% 贝尔斯登股票的公司员工们，这一交易只能是当头一棒。震惊之余，则是痛心与愤怒。

除去少数包括贝尔斯登最高层在内的大股东，贝尔斯登的股东中有许多是公司中层员工。贝尔斯登早期大力推行员工持股计划，使得股票增值成为许多老员工的重要资产，但这一切皆付诸东流。

《纽约时报》报道称，当摩根大通 CEO 戴蒙（Jamie Dimon）冒雨走入贝尔斯登办公大楼，一位贝尔斯登管理层人员愤怒地问道，“这里都是些一手建起这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个公司的人，眼看积蓄付诸流水，你怎么保全我们？”戴蒙的回答是：“你的意思是说，这是我们的错？”

除了员工，市场也在用自己的方式表达着对2美元交易价格的态度。3月18日，并购协议宣布的第二天，贝尔斯登股价上扬，体现了利益各方开始博弈的结果：希望重组成功的贝尔斯登债券持有者们大笔购入股票，争取在股东投票会上投赞成票；拒绝接收贝尔斯登股权大幅缩水的部分贝尔斯登股东们也在争取投票权，希望获得更高的出价或者新的竞购方，如私募股权投资基金KKR、汇丰银行、苏格兰皇家银行等也涉足其中。

在多方争执下，3月24日上午，收购方案发生戏剧性转折，摩根大通同意将收购价从每股2美元提高到每股10美元。

这个大幅提高的最新出价是在3月24日早间一个仓促召集的贝尔斯登董事会议上被通过的。根据双方发出的新闻稿，贝尔斯登董事会同时同意将新发行的9 500万股股票出售给摩根大通，使得后者拥有股权达到39.5%，这将在进行投票表决的股东大会上令其占有充分投票优势，以确保此次收购不致被否。

摩根大通发言人表示，这一股权收购将在4月8日前完成，目前摩根大通采用的是换股形式，但当购并结束后将回购股票。

另据《纽约时报》报道，此前公布的并购协议中，一些仓促写就的条款也被重新推敲。比如原协议中，有“即便股东大会表决不同意购并，摩根大通仍有责任保证贝尔斯登的正常交易”等争议条款。与此同时，关于美联储的角色问题，纽约联储也给出了清晰的表述，将接管贝尔斯登账面价值300亿美元的某些流通性差的证券组合资产，但具体条款与最初协议有所改变，摩根将负担最先发生的10亿美元损失，剩余的290亿美元的资金将通过美联储开放的贴现窗口的方式给出。

受新协议影响，贝尔斯登股价在3月24日上升89%，达到11.30美元。同时，当日涌现的大量每股行权价格为15美元的买入期权表明，有大量市场人士认为目前的交易条款仍然存在变数，认为贝尔斯登股价仍将继续上升。

伯南克难题

市场公认，无论2美元还是10美元，贝尔斯登的股价都被严重低估（一年前其股价曾高达170美元），摩根大通及其总裁戴蒙甚至被某些华尔街人士视为强盗。而美联储的紧急干预，不仅有为人作嫁的嫌疑，更被视为对自由市场经济原则的公然违背。《金融时报》首席评论员马丁 · 沃尔夫甚至将3月14日称为“全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球自由市场经济之梦的祭日”。

如何评价美联储的救援行为，需要回答以下几个问题：

第一，美联储是否应该干预贝尔斯登？

这是一场典型的金融风险扩散导致的银行挤兑，或者流动性危机。但究其根本，贝尔斯登2006年之前从次贷市场上赢利的商业模式已经难以为继，与次贷相关的资产价值大幅缩水，最终导致一场信用危机或市场信心危机。问题是，贝尔斯登仍是金融市场上一个举足轻重的参与者，其面临的问题也绝非一家投行独有。如果美联储袖手旁观，可能的后果是什么？

美联储所担忧的绝不是贝尔斯登崩盘前约100亿美元的市值，或者是其1.4万名员工的就业。从资产规模上讲，贝尔斯登并没有达到所谓“大而不能倒”（too-big-to-fail）的标准，但是其一级交易商的资质以及在美国债券市场上的地位，决定了它是华尔街链条上至关重要的一环。贝尔斯登在信贷违约掉期和利率掉期交易中仍持有10万亿美元的名义头寸；如果贝尔斯登清算出局，必然导致整个华尔街的系统危机。这就好比在美国金融大厦的底座上抽掉一块基石，其导致的政治和经济成本是美联储不愿看到也无法承受的。换言之，美联储救的不是贝尔斯登，而是以华尔街为核心的整个美国金融体系，这与联储十年前在长期资本管理基金危机中的行为并无二致。

“美联储是救它的银行体系，它扮演的是最终贷款人角色，一定要出来做这个事情。事实上，美国股市目前并没有大跌，所以不能说是用货币政策针对股市，美联储仍然只是在做维护银行体系的工作。”中国银监会首席顾问、前香港证监会主席沈联涛说。

哈佛大学国际经济学教授库珀3月22日接受《财经》记者采访时表示，保持整个金融体系的稳定从来都是美联储的重要职责。当美联储看到整个金融体系受到威胁的时候，它必须采取行动。“如果（贝尔斯登倒闭导致的）抛售行为带来的损失非常具有破坏性，美联储就要采取行动来维持整个市场的稳定。这时候，这家濒于破产的私人企业是谁已经不再重要。”

第二，美联储的干预会否引发道德风险？

自始至终，美联储的干预有着非常明确的原则，即贝尔斯登的股东和管理层不能从中受益，如果他们在这场危机中得不到惩罚，势必会导致严重的道德风险，即不负责任、不计风险的经营和投资活动卷土重来，其损失最终由纳税人埋单。从交易结果来看，贝尔斯登的股东损失惨重，管理层基本出局，可能有一半的员工面临失业，从这重意义上讲，美联储的行为很难被称为救援（bail-out）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摩根大通将收购股价提升到10美元，主要为避免相关的法律纠纷，而美联储对此很不以为然。

当然，美联储的干预无法完全避免道德风险。比如说，3月10日开始的一周，雷曼兄弟的状况同样岌岌可危，正是因为美联储的干预，雷曼及其他华尔街投行才得以转危为安。

此外，美联储从贝尔斯登取得的抵押品，据信有相当部分是房地美和房利美发行的房屋抵押债券，等于间接为两家机构提供了风险担保。但归根结底，公共政策从来都不可能做到绝对公正，而大多是效率与公平的结合。在危机的情境下，决策者当然首先要考虑效率，同时兼顾公平。完全杜绝道德风险的要求无疑是吹毛求疵。

第三，是否有更好的干预方法？

与美联储的做法不同，英国政府对北岩银行采取了国有化的方案。当时英国政府也曾经考虑通过公开拍卖，将北岩卖给私有企业，但是由于报价过低而放弃。其国有化的方案核心在于政府选任董事会，但保持董事会和公司管理的独立性；在市场稳定之后再将股权售出，重新私有化。

与之相比，美联储实际采取成立特殊目的机构或清算信托公司（RTC，Resolution Trust Corporation）的办法，独立管理贝尔斯登风险最高的部分资产。按照10年的周期，等待市场走稳，采取资产逐步变现的方法，美联储完全有可能收回300亿美元的干预成本。这种做法在美国治理20世纪80年代储蓄信贷协会危机（Saving and Loan Crisis，简称S&L危机）中已有先例。至于贝尔斯登的管理，美联储则完全交给摩根大通，也是相对妥善的安排。

无论是国有化还是成立特殊目的机构，其核心考虑都是纳税人利益最大化，或干预成本最小化。只要实现这一目标，途径只是技术性问题。此外，公共政策决策必须考虑政治成本。无论是共和党还是民主党当政，美国的政治环境与工党治下的英国都不可同日而语，所以美联储的方案政治上更为可行，这一点也反映在事后美国政府和国会对干预的积极评价上。当然，在这种办法之外可能还有其他更好的干预方案，但危机之中很难求全。

第四，美联储是否具备相关的监管职责？

这是迄今为止争议最大的一个问题。首先，美联储的监管职能仅包括全国性的商业银行，而作为投资银行和一级证券交易商，贝尔斯登面对的监管当局应该是美国证监会。其次，虽然中央银行应扮演“最后贷款人”的角色，但传统上其覆盖范围仅限于商业银行等其他存款机构，而美联储向市场提供流动性的特别举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措，已经涵盖了华尔街几乎所有主要的商业银行和投资银行。此外，美联储的干预行为实际上扮演了金融机构的清算人，而这一职能传统上由联邦存款保险公司（FDIC）来完成。因此，从多重意义上，美联储救援贝尔斯登属于超常规的“越位”行为，创下美国金融史上的多项先例。

对于美联储的这一表现，在政府和学术界争议很大。

首先，美国的金融监管是一个非常复杂的体系。仅就银行业来讲，监管机构就包括美联储、联邦存款保险公司、美国货币监理署（OCC，Office of the Comptroller of the Currency）、美国储蓄机构监管局（OTC，Office of Thrift Supervision）四家之多，此外各州政府还有各自的银行监管机构。美联储的举措，大有动了别人的奶酪之嫌。

这当然也暴露了美国监管体系长期以来机构重叠、职责不清、协调不力的问题。一方面，有些机构受到重复监管，导致负担过重，影响效率；另一方面，监管存在空白，出了问题无人负责。美联储最近的激进行为，本有在危机之下勇于任事的积极意义，但并没有得到政府和国会的授权，因此难免遭到质疑。

更重要的是，相对于次贷危机爆发以来美联储的激进行为，很多人质疑：危机之前美联储和其他监管机构到哪里去了？在某种意义上，次贷危机是监管缺位、金融过度自由化的产物，令人眼花缭乱的金融创新把资产证券化的风险无限放大，导致美国经济今天吞咽苦果。如果说，今天美联储的行为是维护金融稳定的正当职责，那么就是对此前约20年间自由放任式金融监管的否定。如果不是这样，危机后从美联储的蔽翼下生存下来的金融机构，势必打着“金融自由化”、“自由市场经济”的借口卷土重来，这无疑是最大的道德风险。但是，无论是美联储，还是其他监管机构，以及危机中的华尔街，对这一即将到来的监管变局准备好了吗？

对于财务杠杆日益高起的投资银行和对冲基金，格林斯潘时代的监管理念趋向于认为不予监管。但库珀认为，应当对财务杠杆设定一个“可以容忍”的限度。“2 ∶ 1或者3 ∶ 1的财务杠杆与30 ∶ 1和40 ∶ 1的财务杠杆完全是两回事。资产规模被财务杠杆放大到如此程度，以至于可以对整个市场造成系统性风险，公众利益和对市场的信心会因此受到损害。所以，对冲基金对财务杠杆的使用不仅仅是少数富人的私人问题，而应该被公之于众并加以监管。”

3月26日，美国财长保尔森发表讲话，称美联储向投资银行开放融资窗口，意味着对于华尔街的监管也将同步加强。

应该承认，美联储在次贷危机爆发之后的一系列行为，履行了中央银行维护

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融稳定、治理危机的职责。相比之下，20世纪90年代日本金融危机中，从危机爆发到金融机构大量核销坏账甚至清算出局，大概花了六七年的时间，而美国次贷危机走到此刻的调整只用了不到一年时间。这除了得益于美国金融体制本身的灵活性，美联储的公共政策也大有可以圈点之处。

但是，次贷危机仍还没有见底，谁也无法保证不会有第二起贝尔斯登事件发生。伯南克和他的同事们，能够把美国经济最终这艘大船，最终带出次贷危机的漩流吗？

《财经》2008年第7期　易午　胜寒等/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储的工具箱

以大幅度的货币扩张应对金融危机，也就是用“直升机向民众撒钱”。伯南克无愧于其“直升机大本”的绰号。

在次贷危机进一步加剧、利率政策效应递减的情况下，美联储在2008年最初数月中采取了一系列非常手段，对危机中的金融系统施以援手。

无论成功与否，这些非常举措势将成为中央银行应对金融危机的经典案例，而美联储和伯南克的是非功过也将被金融市场和学术界反复评说。

隔夜回购

按照传统的货币政策理论，央行向金融市场提供流动性主要有两种手段——公开市场操作和贴现贷款。

对于美联储来讲，前者主要通过美联储纽约分行通过隔夜回购协议（Repurchase Agreements，简称RP），在市场上买入或卖出美国国债，以增加或减少货币供给，并改变联邦基金利率（媒体常讲的加息或降息）。交易对手是20家大的投资银行，或称一级交易商。

贴现贷款

贴现贷款，又称贴现窗口，主要用于向某家金融机构直接提供流动性。交易对手（主要是商业银行）将手中的各种票据作为抵押，向美联储取得贷款。两者相同之处在于都是隔夜期限，但贴现贷款使用的抵押物远为宽泛，几乎包括银行资产负债表上的所有资产项目，包括联邦机构（主要是房地美和房利美）债券、企业债券、房屋抵押债券、资产证券化债券甚至商业贷款。由于再贴现利率一般比联邦基金利率（或公开市场操作的隔夜回购利率）高出100个基点，有惩罚性质，金融机构不到万不得已，不会向美联储借款。

在2007年8月以来的历次降息中，美联储同时大幅降低了再贴现利率，与联邦基金利率的利差从100个基点降到了25个基点，目的在于鼓励受信贷紧缩困扰的金融机构向央行借款，但仍然鲜有银行通过贴现窗口向美联储伸手，因为这被市场解读为金融机构流动性恶化的标志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期标售工具

2007 年 12 月 12 日，面临越来越严重的信贷紧缩，美联储开辟了一个新的窗口向市场提供流动性，这就是所谓的短期标售工具（TAF）。通过短期标售工具，美联储每月两次向金融机构提供短期借款，提前确定数量，采取竞价拍卖确定利率，同时收取金融资产作为抵押（抵押品范围同于贴现贷款）。短期标售工具的交易对手局限于以商业银行为主的存款机构，期限一般为 28 天。

值得注意的是，短期标售工具除了期限较长、利率由市场决定，与贴现贷款实质上并无二致（二者的具体交易对手及数量都完全保密），但却取得了贴现贷款完全不同的效果。自 2007 年 12 月推出以来，短期标售工具出乎意料地受到市场热捧，美联储通过短期标售工具共向金融市场提供了 2 600 亿美元流动性，每次竞拍的数量也从最初的 300 亿美元增加到 500 亿美元，目前尚有 1 000 亿美元没有到期收回。甚至有市场人士认为，短期标售工具是美联储 40 年来最伟大的金融创新。

短期证券借贷工具

尽管短期标售工具的推出解决了市场流动性的燃眉之急，但其覆盖范围仅限于商业银行，在次贷危机中陷得最深的投资银行和对冲基金却无法利用。于是美联储于 3 月 11 日推出另一项金融创新短期证券借贷工具（Term Securities Lending Facility，简称 TSLF）。

其交易对手与隔夜回购协议相同，是以投资银行为主的一级证券交易商（Primary Dealer）。相对于隔夜回购，其期限增加到 28 天，抵押物范围大大拓宽，包括联邦机构债券、联邦机构发行的房屋抵押证券，和 AAA 级的非机构房屋抵押证券。其交易类同于一种资产互换协议，即美联储用美国国债置换一级交易商的抵押资产，到期后换回。美联储许诺用拍卖的方式，向市场提供上限为 2 000 亿美元的国债，交易每周一次，计划于 3 月 27 日开始。

这没能救得了贝尔斯登的急。3 月 12 日，贝尔斯登的流动性状况急剧恶化，却无法从美联储取得紧急融资；14 日，该行的股价一日之间狂跌 47%；无奈之下，3 月 15 日，经手摩根大通，该行向美联储取得了一笔为期 28 天的紧急借款，这也是摩根大通收购贝尔斯登案的开始。3 月 16 日，摩根大通宣布以每股 2 美元的超低价格收购贝尔斯登。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一级交易商信用工具

为了防止危机蔓延和类似贝尔斯登垮台的事件再次发生，3 月 17 日，美联储采取了迄今为止最为激进的流动性工具——一级交易商信用工具（Primary Dealers Credit Facility，简称 PDCF）。通过这一创新，一级交易商可以使用联储的贴现窗口，以回购协议的方式隔夜拆借。其激进之处在于，首先，抵押物包括了所有投资级的企业债券、市场债券、房屋抵押债券和有价可循的资产支持债券；更重要的是，美联储没有为借款金额设置上限，数量完全视市场需求而定。美联储宣布，这一窗口将至少开放 6 个月。在头 3 个交易日中，平均每天的借款数额达到 133 亿美元，而尚未到期收回的平均数额为 288 亿美元。

至此，美联储至少向市场提供了五种流动性工具：公开市场操作（隔夜回购协议）、贴现窗口、短期标售工具、短期证券借贷工具和一级交易商信用工具。其品种之多、数量之大、使用的频率之繁，在货币政策史上前无古人。这些激进措施正应了此前伯南克所主张的政策手段：以大幅度的货币扩张应对金融危机，或按照他的形象说法，用“直升机向民众撒钱”。在这层意义上讲，伯南克无愧于其“直升机大本”的绰号。

应该指出，即使以美联储的强势，这种向市场提供流动性的做法也不可能是没有限度的。每当联储通过流动性工具收取抵押物，放出货币，它必须通过公开市场操作，反向冲销相应的流动性，从而把联邦基金利率维持在基准利率水平。

美联储控制货币供给的能力取决于其资产负债表，其资产方的主要构成是约 7 000 亿美元的美国国债。此外，美联储也必须要考虑交易对手的违约风险，一旦违约，这些变现能力较差的资产将最终囤积在美联储的资产负债表上。总之，如果紧急流动性泛滥，联储的货币政策必然失控，这将最终导致通货膨胀的上升。

《财经》2008 年第 7 期　胜寒 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中信和贝尔斯登：从婚礼到葬礼

通过中信证券进入中国市场，是贝尔斯登缓解次贷冲击的战略性布局，可惜形势比人强。

“原本准备4月间派一大批人去贝尔斯登学习交流，都开始办签证了，没想到会是这样的结果。”一位中信证券的董事总经理说。

进行了半年多的中信证券与贝尔斯登的合作谈判，在3月17日在JP摩根宣布以每股2美元的换股方式对后者全面收购后，戛然而止。

两天后，中信证券单方面发布公告，称鉴于之前战略合作计划的基础和前提已经不再存在，正式终止了与贝尔斯登的合作谈判。

“突然发生这一无法控制的事情，（终止）对中信证券无疑是件好事，但从战略意义上看，也不能不说是一个遗憾。”一位中信证券高层说。

谈判

从谈判开始的时间来看，中信证券与贝尔斯登的合作，是中美两国金融机构互相入股的第一例。

根据2007年10月底贝尔斯登和中信证券达成的协议，中信证券将出资10亿美元，购买贝尔斯登40年可转换信托优先证券（Convertible Trust Preferred Security）。在全面摊薄基础上，这可以转换成相当于6%的贝尔斯登股份。

该证券的转换价格，是贝尔斯登2007年10月19日及之前的4个交易日的均价。此外，中信证券还可以增持贝尔斯登股权到9.9%。

贝尔斯登则出资10亿美元，购入一笔6年期的可转换债券，以及一个5年认股权。

债券和认股权的转换价格相等，将以中信证券2007年10月19日及之前的4个交易日均价来确定，债券转换后相当于中信证券总股本的2%。认股权指在未来5年内，贝尔斯登可以按照与可转换公司债券的转股价格相等的价格，认购中信证券不超过那时股本5%的股权。

另外，中信证券和贝尔斯登互相占有对方一个董事会席位。双方将共享管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验和技术，在中国内地发展新的资本市场产品和业务，并利用在香港建立的合资公司，整合两家公司在亚洲其余地区的现有业务。

转股之后，中信证券将成为贝尔斯登的第一大股东，而贝尔斯登仅为中信证券的一个小股东。“这意味着中信证券在华尔街顶尖投行拥有了话语权。”中信证券一位高层说。

“中信和贝尔斯登希望采取相互持有可转换证券的方式，这和近期包括中东在内的其他机构投资华尔街的方式是不一样的。”贝尔斯登副董事长唐伟在接受《财经》记者采访时说，交易条款中同时包括了对双方的利益加以保护的内容，如果贝尔斯登的控股权发生变化，中信可以转为持有新公司的可转换证券。

中信证券是目前国内规模最大、市场占有率最高、各项业务均排名靠前的大型证券公司。如果仅看市值，一度超过美林等国际知名投资银行排名世界第三，目前也居第五位。但中信证券的业务主要集中在国内，其目标是在五年内将海外业务拓展至25%。

唐伟则称，“贝尔斯登是想通过中信证券提供技术支持、产品支持、人员培训、IT 支持的方式，借此分享新产品进入中国的利润。”

谈判之时，次贷危机重袭华尔街。“我们估值高，国际投行估值低，我们在扩张，对方在收缩，”中信有关人士对出手华尔街投行的动机一言以蔽之。

接近交易的香港投行人士表示，纵观交易结构的安排，尤其是双方交叉投资及采取可转换证券之类的工具，反映了中信对次贷风险进一步恶化有所考虑。

重新谈判

通过中信证券进入中国市场，是贝尔斯登缓解次债冲击的战略性布局，可惜形势比人强。

到 2007 年 2 月，中信证券的股价从 10 月的近 110 元下跌至 70 元；贝尔斯登股价则从 2007 年 10 月中旬约 120 美元，下跌至不足 80 美元。

2 月 14 日，经过双方商议，在保持发行可转债 10 亿美元不变的前提下，降低双方可转债的转换价格，双方行权后，交叉持股的比例均将提高。

“中信证券与贝尔斯登互降行权价格，而且降价幅度相当，”接近此次交易的人士对《财经》记者说，“中信证券在贝尔斯登的股权比例，可能会一步到位达到 9.9%，而贝尔斯登在中信证券的持股比例，可能是先达到 2.5%，未来可增持至 7.5%。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戛然而止

2008 年 2 月底，美国外国投资委员会（CFIUS）对此宗交易做出了无异议决定，来自监管方面的一大障碍得以扫清。

与此同时，中信证券审慎调查团队的财务顾问花旗也给出了正面的阶段性意见。双方决定展开下一轮的谈判，将草签的意向转化成有约束力的法律文件。公司高管一共进行了 25 次互访，也开始为在香港设立合资公司物色管理人才。

3 月初，中信证券向中国证监会申报相关材料。

据《财经》记者了解，中国证监会甚至国务院有关领导都表示支持中信证券“走出去”的战略，但贝尔斯登购买中信证券可转债的交易属于境内上市公司海外发行可转债，而且发行对象是单一的。这不仅涉及海外发债，还涉及可转债的发行对象问题。

《财经》记者询问中国证监会发行部的结果是，国内没有这样操作的先例，法律上既没有依据，也没有限制性条款。这宗交易本身是得到认可的，目前在技术操作和审批上需要履行一些程序。

“我们坚持等待贝尔斯登公布第一季度业绩公布后，再开展下一轮的谈判，希望可以谈出更好的条件。”中信证券一位高层说。

贝尔斯登 3 月间迅速倾覆，结束了这一切。

《财经》2008 年第 7 期　徐可 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

大危机前夜

假如“两房”倒了

“火箭筒”出手

“两房”教训

“次级”金融体系及其病灶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如“两房”倒了

“美国已经处在自大萧条以来最糟糕的金融危机之中。”纽约大学商学院教授鲁里埃尔 · 鲁比尼如是说。

贝尔斯登倒下之后，市场只平静了三个月。

2008年7月以来，美国两家最大的联邦房贷公司房利美和房地美，经历了一场空前的信心危机和救援风波；7月11日晚，专营房贷次优贷款的加州地区银行IndyMac因流动性危机宣布关闭并由联邦政府接管，更令金融市场雪上加霜。

在美国政府的全力平复下，市场对于房利美和房地美的信心危机暂时告一段落。然而，出于对两家公司业务的悲观情绪，以及政府介入下债权人优先原则的考虑，乃至对金融股整体的悲观情绪，两家公司的股东们大量抛售股票，致使公司股价连连下跌，并带动了美国金融股板块的整体下沉。

“两房”危机成为承上启下的关键节点。“两房”作为美国房地产金融的中枢环节，以其半官方的身份承担着提供市场流动性的重大职责。从贝尔斯登被收购到援救“两房”，美国财政部体现出个案处理的偏好，而市场对于这种不确定性的恐慌以及对未来的悲观判断，一步步将金融市场的流动性引向了枯竭的边缘。

“美国已经处在自大萧条以来最糟糕的金融危机之中。”著名的熊市论者纽约大学商学院经济学教授鲁里埃尔 · 鲁比尼如是称。

恐慌

这一轮恐慌始于7月7日。当日，房地美股价单日下挫18%，房利美则下跌16%，均达到十多年来最低点，两家公司的债券收益与美国国债收益利差则上升至自3月中以来的最高点。

房地美和房利美在股市上的惨痛表现，并非缘于公司基本面的突变。2008年5月，房地美准备在市场公募55亿美元，本意是想补充弹药，在目前低迷的市场中，趁低吸纳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岂料，当前市场草木皆兵，房地美钱还没募到，反而触发了市场上关于房利美资本金不足的传言。恰在此时，雷曼兄弟一位分析师称，一项正在审议中的新会计准则可能会迫使两家公司各募集数百亿美元，才能达到新的资本充足率要求。这越发引起市场恐慌。房地美和房利美这对“难兄难弟”，商业运行模式相同，因而一损俱损。

在7月7日市场疯狂抛售两家公司股票的次日，直接监管两家公司的美国联邦住房公司监管办公室（Office of Federal Housing Enterprise Oversight，OFHEO）负责人洛克哈特（James Lockhart）公开表示，上述两大房贷融资公司的资金要求将不受新会计准则的影响，声称两家公司资本金充足。市场对两家公司信心略有回复。

一波未平，一波又起。7月9日，圣路易斯联储前主席普尔（William Poole）向美媒体表示，房利美与房地美也许存在偿付问题，最终可能需要政府出手援救。消息迅速将两家房贷融资公司的股价推低至近20年来的最低点。

市场上的做空力量，更是借此机会推波助澜，正如2008年3月逼空贝尔斯登一样，大肆唱衰房地美和房利美。

房地美和房利美虽均为纽交所上市公司，但是由美国国会通过法案设立，拥有促进住房市场繁荣特殊使命的企业，在美国房贷抵押融资市场起着关键性的支柱作用。

房利美，全名联邦国家房贷联合会，于1938年作为一家政府机构而设立，1968年被私有化。1970年国会创设房地美，即联邦住房贷款公司，与房利美竞争。在20世纪80年代的大量的储贷机构倒闭后，两家公司在房贷融资市场份额迅速扩大。

这两家机构通过向房贷发放机构购买并担保“合规”的房贷（指借款人资信状况符合两家公司章程规定，也就是所谓优良房贷，Prime Mortgage），部分进行整体发售（即agency pass-through），部分则打包切割成机构房贷支持证券（agency MBS），再出售给全球范围内的机构投资人。目前两家公司共拥有或担保的美国住房贷款价值约5.2万亿美元，占现有应收房贷款（outstanding mortgage）近一半。

早先各大银行纷纷介入购买打包发售风险较高的房贷证券，主要为两家联邦房贷公司章程规定不涉足的所谓“非机构”房贷支持证券（MBS），包括借款人资信收入证明较差的次级贷、次优贷（Alt–A贷款）以及单笔房屋贷款额超过一定水平的巨型房贷（Jumbo）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述高风险的非机构类房贷支持证券市场自次贷危机爆发以来已基本停滞，房地美和房利美两大联邦房贷公司通过发行机构房贷支持证券，几乎承担了目前整个住房贷款融资市场流通功能。

因此，若任何一家陷入危机，对美国的住房市场、金融市场与整体经济产生的后果都不堪设想。

“这两家联邦房贷公司不能倒，不然我们就得退回石器时代了。”摩根大通一位资产管理部的人士慨叹说。据悉，这位人士所在部门仅投资房产抵押相关证券方面便达 2 000 亿~3 000 亿美元。

援救

7 月 15 日，美国政府采取了近年来极为罕见的直接干预市场行为。美国证券交易委员会采取紧急措施，宣布将立即采取行动，遏制针对两家联邦房贷公司以及包括四家主要券商在内的一些大型金融企业的不当做空行为。

7 月 16 日，美联储主席伯南克在国会听证会上明确表示，联邦房贷两大巨头房利美和房地美“没有倒闭危险”。

当天傍晚，财长保尔森在一次与众议院共和党议员的闭门会议上，再次敦促议员们支持尽快通过法案，落实其早先提出的针对两大联邦房贷公司的援救计划。

这一计划，便是以保尔森和伯南克为代表的联邦政府官员在此前一个周末做出的为两家联邦房贷公司提供支持的方案。财政部声称，将向国会提议向两家房贷公司提供比目前法律允许的 22.5 亿美元更高的贷款额度，以及“如有需要”寻求批准购买两家公司的股份的权力，以保证两家公司继续有充足资金提供住房贷款市场融资需要。

同一天，联储高层官员在华盛顿举行会议后决定，将联储贴现窗口借款机制将向两家联邦房贷公司开放，作为保尔森计划获批前的临时保障措施，防止可能发生的流动性危机。

美国企业研究所（American Enterprise Institute）经济学家、曾为美联储主管货币政策事务高层官员的莱恩哈特（Vincent Reinhart）向《财经》记者解释说，保尔森的援救计划将市场此前预期的政府隐性担保明确化。

包括莱恩哈特在内许多观察人士多认为，两家公司目前的债权人享有完全的美国政府信用担保，即无论具体援救计划如何，美政府将清偿所有两家公司的现有债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但也有分析人士指出，由于牵涉公共资金数额巨大，加上一些两党政治因素，国会两党议员目前虽原则上同意该援救计划，最后的法案细节与何时通过仍存在一些不确定性。

至于保尔森之所以赶在周日发布计划，乃因 7 月 14 日的债券拍卖至关重要。两家联邦房贷公司每月发行大量债券帮助融资，维持其从银行购买房贷、进而转售给金融机构的盈利模式。债券认购踊跃程度以及收益率直接反映目前投资者对两家房贷公司健康状况的信心，进而影响更广范围的信贷市场。

联邦政府紧急介入，起到了预期的稳定市场作用。7 月 14 日，房地美竞拍 30 亿美元短期债券，投资者认购踊跃，略微平复了市场信心。

资本金争议

市场对两家联邦房贷公司的根本担心，是认为当下一步房贷坏账升高时，两家公司缺乏充足的资本金。

Global Insight 的首席美国金融经济学家贝休恩（Brian Bethune）向《财经》记者表示，次贷危机进入目前阶段，首要问题不再是流动性问题，而是资本金充足与否。“目前仅仅继续采取救火队式的应急反应已不够，必须彻底全面清查各金融企业遭受的真实损失，消除市场的不确定性。”

他在最近的一份报告中指出，“财政部需要马上决定注资两家公司的数额问题，该数额可能达到 200 亿美元甚至更多，只有这样才能遏制投机抛售两家公司的行为，快速有效扳回市场的负面心理。”贝休恩认为，此次房地美与房利美的流动性与资本金危机，是当前美国经济周期潜在的一个危险事件；如不快速有效遏制，“将遭遇自大萧条时期以来罕见的住房市场与房贷市场崩溃”。

从 2007 年次贷危机爆发以来，美国全国范围住房市场价格平均下跌了 14%，房贷坏账率明显攀升。

自 2007 年中以来，房地美因大幅上升的房贷坏账累计损失 46 亿美元，同期房利美损失近 72 亿美元。

一些市场人士分析认为，按照华尔街普遍采用的“按市值计价”（mark to market）方式衡量两家联邦房贷公司的房贷资产，两家公司的资本金严重不足，甚至存在资不抵债的问题。

加州大学圣迭戈分校经济学教授汉密尔顿（James Hamilton）认为，两家公司过低的资本金储备，是根据历史坏账数据模型计算拨备基础上而得到的，但历史数据模型并未能预测到此轮楼市的空前下跌；加上监管者过于宽松的要求纵容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了高杠杆的使用，最终导致目前巨大的资金缺口。

总部在华盛顿的金融政策咨询公司联邦金融分析（Federal Financial Analytics）的合伙人帕特鲁（Karen Shaw Petrou），也将问题关键指向高杠杆。目前两家公司的监管部门——联邦住房公司监管办公室要求两家公司只需持有资产负债表资产总量2.875%的资本金，对于其经手担保的房贷，只需保证持有0.5%的资本金，客观上鼓励了高杠杆的使用。

两家房贷公司与其监管者则认为，两家公司账面大量房贷资产为长期持有，不应以“标记市值”衡量账面资产价值。房利美公司一位信用风险分析人士向《财经》记者指出，按照公司自有模型及楼市长期走势基础计算资产价值，两家公司并不存在资本金匮乏的问题。

7月14日以来，包括联邦住房企业监管办公室官员在内的政府监管方多次出面声称，两家公司资金充足，符合现有法规资本金要求。

2008年一季度，旨在加强房地美和房利美政策性房贷银行的角色，也为了向市场再次显示联邦政府对两家公司的支持，美国财政部和联邦住房公司监管办公室发表联合声明，宣布将所规定的房地美和房利美两家公司要预留的资本金弹性空间由原来的30%减至20%。

从目前两家公司的资本金状况来看，相对于联邦住房公司监管办公室规定的资本金水平，房利美多预留了70亿美元，房地美则有61亿美元的预留。两家公司相加，资本金合计超过800亿美元。

世界银行集团国际金融公司（IFC）的风险经理荣恩琳据此认为，市场上关于房地美和房利美资本金严重不足、即将要倒闭的传闻言过其实。

她认为，在未来12个月内，两家公司即使因进一步低迷的房市和大幅上升的房屋贷款违约案而大亏400亿美元，也不会真正动了根基。7月7日，房利美在短期债券市场上成功发债，说明其在短期信贷市场的募资渠道畅通，公司的现金流量正常。

Cumberland投资咨询公司首席货币经济学家、曾任美联储亚特兰大分行执行副总裁的罗伯特·艾森贝（Robert Eisenbeis）向《财经》记者指出，两家联邦房贷公司从账面价值和监管角度来看，并没有资不抵债的问题，但若使用标记市值方式，至少其中一家的确可能存在资本充足率问题。

弊端

一些市场观察人士认为，保尔森计划在稳定市场恐慌方面起到了正面作用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但除了两家公司迫在眉睫的流动性与资本金匮乏问题，它们特殊的混合结构问题也需要解决。

荣恩琳分析，房地美和房利美陷入目前的窘境，证明了联邦房贷公司的商业模式大有弊端。

房地美和房利美既是享受政府担保并补贴的半政府机构，在成为上市公司后，越来越多地承受着来自大众股东们的“逐利”压力。为了满足股东需要，推高股价，管理人员的短期行为大增，甚至不惜为了追求高收益而涉猎一些风险很高的投资领域。

两家公司投资组合中，都有相当大的比例投资在风险极高品种，如单还利息按揭（Interest-only Mortgage）、可调利率按揭（Adjustable Rate Mortgage）以及飞机租赁债券（aircraft leasing）、活动房屋（manufactured housing）等抵押债券上。这些品种由于目前风云变幻的房地产市场和油价高企的问题，已经成为高风险品种。

美国企业研究所的莱恩哈特认为，两家公司混合公共利益和私人利益的模式存在先天不足。

“让私人持股企业执行公共职能有根本问题，这种介于公共机构与私人企业之间的混合模式难以为继。私有企业总是倾向于用较少的资本金使用高杠杆获利，而政府隐性担保和低资本金要求，使得两家联邦房贷公司得以大肆使用高杠杆。”在莱恩哈特看来，这种模式必须修正。两家公司或者索性国有化，或者私有化，并相应提出更高的资本金要求，因为“两头不靠就会麻烦不断”。

7 月 18 日，美财政部声明政府尚没有计划将两家公司收归国有。财长保尔森代表财政部声明称，政府“主要重点在支持房利美和房地美目前形式运作”。

《财经》2008 年第 15 期　吴莹 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“火箭筒”出手

“两房”的生存危机加剧，美国政府的干预已经不可避免。

美国政府2008年9月7日正式接管房利美和房地美，这两家享有政府隐性担保的上市公司暂免倒闭之忧。然而，这并不意味着政府掌控了局面，恰恰相反，这只是市场威逼下的城下之盟。

早在7月15日，在参议院银行委员会审议财政部接援“两房”方案的听证会上，美国财长保尔森称，“如果别人都知道你的口袋里有一支火箭筒，可能根本你就用不上它。”

在他看来，凭美国政府援手“两房”的决心和方案的威慑力，高度紧张的金融市场就会平静下来，救援方案可以备而不用，纳税人也不会为“两房”危机埋单。7月底，美国财政部获得国会与总统批准法案，正式获权动用公共资金援救两机构——保尔森寄望，无须动用该权力即可解决问题。

然而，危机的演进表明这种想法只是一相情愿；“火箭筒”的威慑与“政府隐性担保”一样，无法阻止局势的恶化。美国财政部与“两房”一道，与主要投资者进行了广泛沟通，也于事无补。

房贷市场违约情况持续恶化，“两房”不断下跌的股价使得股权融资越发困难。包括中国央行在内的全球债权人持有其总值1.3万亿美元的未到期债券，它们在向保尔森和美联储施加压力。同时，由于这些债权人开始撤离“两房”资产，使得其收益率上升，进一步加大融资成本。“两房”的生存危机加剧，美国政府的干预已经不可避免。

9月7日，保尔森和联邦住房金融署署长洛克哈特召开新闻发布会，终于祭出其口袋里的“火箭筒”——市场期待已久的“两房”救援方案。

2 000亿美元救援

救援措施大致分四个方面。

首先，联邦住房金融署成为“两房”的托管人，代表美国政府管理两家公司。原有高管悉数出局，美林证券前任副董事长赫伯特·阿里森、凯雷集团高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级顾问戴维 · 莫菲特分别出任房利美和房地美总裁。

其次，美财政部和联邦住房金融署签署一份《高级优先股（以区别一般优先股）购买协议》，得到相当于 80% 普通股的认股权证，保证购买足量优先股以保持“两房”资产净值为正。如此一来，无论形式上还是实质上，“两房”都已经被国有化。

根据协议，财政部将立即通过优先股向“两房”各注资 10 亿美元；注资最高可达 1 000 亿美元，且协议没有终止期限。这一机制保证了财政部可以视情况需要多次向“两房”注资。

第三，财政部创立了一项保证贷款信用工具作为“两房”的短期流动性工具，以保证它们能够清偿到期债务和利息。

最后也是最激进的措施，财政部可以在公开市场收购“两房”发行的按揭抵押证券，以直接降低按揭利率与美国国债利率之间的利差。

事后来看，后两项措施的激进程度在金融市场的预料之外。

在发行总额高达 2 000 亿美元优先股的前提下，财政部再为“两房”做紧急流动性安排，目的只有一个——给“两房”融资提供双保险，从而给债券投资者吃下一颗定心丸。更有甚者，财政部可以自行购买“两房”的按揭抵押证券，以保证按揭市场的正常运作，拉低按揭利率。其稳定房地产金融市场、增强投资者信心的良苦用心昭然若揭。

同时，保尔森强调了救援方案的临时性质：2009 年年底之前，“两房”可以将总投资组合由目前的 1.55 万亿美元增加到 1.7 万亿美元；此后，财政部将协助国会拟定一项解决“两房”问题的长期计划，两家公司开始以每年 10% 的速度减少投资规模，最终分别控制到 2 500 亿美元，总计 5 000 亿美元。其最终目的是改变“两房”的私人所有、国家担保的模糊性质，彻底实现私有化。

但这无疑是一个非常长期的目标，按照其资产缩减速度大概需要 12 年时间，也就是说将横跨三任总统任期，这无疑为“两房”的未来又增加了不确定性。

优先股购买注资协议将当前资金注入量降到最低，最终的损失与所需政府注资额将视“两房”的经营状况而定。仅就优先股注资一项，美国政府救助“两房”的或有成本会达到 2 000 亿美元左右，这还只是一个机会成本。“两房”国有化的真正成本，取决于“两房”持有的房贷资产未来到期变现的情况。

根据纽约大学教授努依尔 · 鲁比尼的测算，因为“两房”持有的大多是优质的按揭资产，如按最终损失率 5% 来计算，“两房”国有化的最终成本约在 2 500 亿~3 000 亿美元之间，约占美国 2007 年 GDP 的 2% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪90年代，美国储贷机构危机的最终成本达到1 400亿美元，考虑通胀因素，相当于今天的3 000亿美元。因此，尽管这是历史上最大规模的救市行动，对于美国经济来讲，其直接成本仍然是可以承受的。相反，如果美国政府袖手不救，必将引发金融市场和美国经济的系统性危机，损失将无法估量。

“两房”均为纽交所上市，但同时为国会通过法案设立的“政府支持企业”，通过直接购入房贷或提供机构担保，发行房贷支持证券，提供住房贷款二级市场融资，实现其发起章程规定的保证购房者以低息获得房贷之职责。

次贷危机爆发以来，金融机构大批撤出房贷支持证券发行市场，而“两房”占有了新发住房贷款融资市场份额的70%以上，通过发行机构房贷支持证券(agency MBS)，承担了目前住房贷款融资市场绝大部分的流通功能。而“两房”相关债券利率上升，直接导致“两房”融资成本上升与其所支持的房贷融资利率上升，进而影响买房者获得房贷利率，业已风雨飘摇的房地产市场无疑将雪上加霜。

瑞士信贷证券债务抵押债券研究部董事颜勇告诉《财经》记者，“两房”影响消费房贷利率，主要是通过提供担保。对于符合其标准的贷款，“两房”提供担保，使得信用风险降低，投资者所要求的收益就降低，而对最初贷款的银行或机构，其面临的利率也可以降低。如果“两房”成本上升，必然要收取更多（担保）费用，并最终转嫁给借款人。

因此，尽管救市成本高昂，纳税人为“两房”埋单也会助长道德风险，美国政府仍不得不救。

几家欢乐几家愁

“两房”救援方案下，赢家与输家泾渭分明。

救援方案明确表明，在“两房”新的债权股权排序中，财政部发行的“两房”高级优先股优于普通股和一般优先股，但次于“两房”发行的优先债和次级债；而且新发优先股享受分红，既有普通股和优先股的分红被永久取消。

债券投资者毫发无伤，甚至获利甚丰。9月8日，“两房”10年期的房屋抵押债券与同期美国国债的利差减小了30个基点以上，30年期债券的利率下降了近100个基点。房利美2011年到期的次级债收益率较可比国债利差更是大跌3个百分点，债券价格暴涨。

美财政部将“两房”国有化，外国央行和机构投资者的利益将得到美国政府背书保障，大大降低了其债券的违约风险，无疑有非常正面的影响。

相形之下，股票投资者损失极为惨重，优先股和普通股均一日暴跌80%以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上。“两房”普通股与优先股股东的股权被稀释，且不再获股东派息。其中，多数普通股为个人投资者，退休基金及共同基金持有；对于纳税人是种负担，政府可高达数千亿美元的注资额终将由公共资金支付。

值得注意的是，许多美国中小银行可能因此面临生存危机。根据美国银行监管规定，银行可以将优先股作为监管资本，因为其性质接近债券，且股息较高，所以银行机构持有大量“两房”的优先股。

标准普尔9月8日称，美国及欧洲银行共持有“两房”总额约50亿美元的优先股，其中不乏一些资本金有限的中小银行。

“两房”救援方案可能会陆续引发一些银行机构的倒闭。从财政部和联邦住房金融署的声明来看，虽然已经预见到了这一情况，但是监管当局仍痛下狠手。在他们看来，“两房”股价的暴跌将加快一些小银行的倒闭，但并不会把更多的机构带入困境，而大中型银行应该可以在调整中独善其身。

对于美国房市，此举被认为是重大利好。有分析师认为，今后几周内30年房贷利率将大幅下降25~50个基点之多，将对房市产生不小的刺激作用。美房地产业内人士普遍认为，房贷利率下跌1个百分点对于买房者而言相当于房价下跌10%。

通过救援方案，美国政府企图通过较少的资金稳住市场信心，但许多分析人士认为，政府终将拿出真金白银为“两房”巨大的房贷市场相关损失埋单。

9月9日开始，市场的乐观情绪逐渐消退，政府营救“两房”带来的财政成本问题开始浮出水面。国会预算办公室声明，布什政府应在目前财政预算中计入承担营救成本。

也有经济学家认为，大举发行国债以帮助注资，将影响美国国家的信用评级，稀释现有国债投资人的权益。

机构风险分析公司的克里斯惠伦告诉记者，财政部接管，对于市场与纳税人终究是好事。

虽然中期“两房”可能需要更多公共财政补贴，但随后的两房发债借款成本可望降低。同时，接管后“两房”将专注于为房贷机构提供二级市场做市商的角色，恢复作为公用事业企业的角色，而不会贸然涉足一些高风险投资。

虽然市场初期对于接管计划反应积极，但长期挑战在于，当“两房”逐渐撤出房贷证券市场后，是否有足够的私人部门有兴趣接手。“两房”自身作为“政府支持企业”的结构改革问题，两家公司作为上市企业却拥有政府隐性担保的问题久受诟病，但国会最终将何时达成一致并拿出最终改革方案，尚不明朗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国企业研究所政府支持企业专家阿里克斯·波洛克告诉记者，财政部营救“两房”计划的“最极端部分”是财政部将成为房贷资产的直接投资者，所需资金由发国债来融资进行，“这样一来，最大的危险在于，政府成为全体纳税人投资的主体，这些投资决策本应由私人部门承担”。

波洛克认为，目前的计划只是暂时性的，乃是为了缓解当前的危机，关于两机构未来究竟会被彻底公有化还是彻底私有化，已经开始在国会讨论，预计到2008年年底还不会有结果，“如果民主党上台，彻底公有化可能较大，即更多接受国会监管；如果共和党上台，则会完全私有化，任其自身自灭。”

外国央行抉择

一位不愿具名的国内央行研究专家认为，美国政府接管“两房”，实属为拯救美国经济与国家形象的无奈之举，从目前方案来看，全球债主暂时可以松口气，但长期来看中国损失不可避免，“无非是个长痛还是短痛的问题”。

他指出，美国政府接管潜在注资额巨大，除非继续能从外国人那里筹资，不然就要发行大量国债，导致国债价格下跌，现有国债持有人会受到损失。

《财经》特约经济学家谢国忠甚至认为，美国政府实质已经破产，“最终来说美国政府只能通过印钞票来解决问题”。

谢国忠认为，目前的援救计划很大程度是拖延时间，因为处在新旧政权交替期，本届政府不愿承担实质行动带来的负面后果；他建议中国应该趁着目前因政府营救“两房”行动带来的短暂利好，趁着市场信心恢复的短暂窗口，抛售“两房”相关债券。

目前“两房”自身发行债券与其担保的房贷支持类债券总计达5.3万亿美元，外国央行持有其中的1.3万亿美元。根据美财政部2007年6月的数据，中国持有3 760亿美元，而国际上一些央行研究专家估计中国实际持有量远过于此。

过去几年中，“两房”在将新兴经济体的资金引入美国住房市场的过程中起到至关重要的作用，其中政府在每一步都有介入。美国不仅需要政府的钱来支持住房市场，还需要外国政府的钱。救援行动出台的背景便是，世界上的中央银行以及一些其他主要债券投资者认为隐性的美国政府担保已不足够，美国政府需要将担保明确化。

中国央行行长周小川9月8日表示，中国投资者欢迎美国政府援助“两房”举措，“这项政策有积极作用”。

9月3日，美联储托管外国央行机构债持有量账户数据显示，此前一周持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量有显著下降，下降达97.5亿美元。联储的托管持有量约占所有已知央行机构债持有量的90%，该托管账户变化反映了世界各国央行在上一个月中对于两房债券的态度。

另有数据表明，截至9月3日，各国央行托管持有机构债数字比7月中高峰时期下降了274亿美元。

美林证券中国经济学家陆挺认为，"两房"危机与次贷危机相比，对于中国有更深远的影响，"两房"发行或担保的相关证券占有中国1万亿美国证券持有量的40%。而次贷相关证券只占3%。中国短期内不会抛售机构债，但对于新购买会更谨慎。

陆挺还认为，美国"两房"事件应坚定中国政府警惕投资泡沫及监管调控的决心，促使中国清理国内一片混乱的房地产行业，对于银行系统监管也会加强。

《财经》2008年第19期　吴莹　胜寒　等/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“两房”教训

接管“两房”，不是一个值得盲目仿效的先例，而是一出不幸的金融悲剧。

2008年9月8日，美国财长亨利·保尔森面色凝重地宣布，美国政府将正式接管两艘正徐徐下沉的金融“泰坦尼克号”——房利美与房地美。

保尔森的这一决定，为世界经济史增添了历来最大的政府金融援救案例。这一年来，美国房市危机与金融危机相互交织，形成了一个越演越烈的恶性循环。美国房市的大跌使“两房”首当其冲，陷入了金融风暴的最中心，其资产不断减值缩水，亏损日益增加，资本急剧下降，投资者的信心几乎丧失殆尽。在“两房”山穷水尽之际，除了被政府强行接管，已别无他途。

民主政体与开放社会，导致美国对重大经济金融问题历来众说纷纭。但是，对于处置“两房”的紧急方案，美国朝野的反应却展现了罕见的共识。从两党总统候选人到国会参众两院，从主流经济学界到媒体，皆给予了相当大的认可与支持。连一有空就会撰文抨击布什政府的经济学家克鲁格曼，也称政府接管“两房”是“正确的决定”。

被迫之举

美国常常自我标榜（也往往被世人所承认）是世界上最奉行自由市场哲学的国家，但美国政府这次接管“两房”机构，构成了全球最新与最大的金融干预事件。尤其不可思议的是，这样罕见的行动竟是由一个保守的共和党政府所采取的，由一位大半生涯在华尔街度过、备受尊敬的财长所策划。美国政府这样的干预行动，也是被形势所迫使然，无可奈何也。

其实，“两房”的历史背景与性质，早就为今天美国政府不得不采取的行动埋下了种子。在其作为“政府支持的企业”这样一个模棱两可的角色界定下，“两房”历来享受了几乎与美国主权债券同样低的融资成本，从而客观上刺激了“两房”机构漠视风险肆无忌惮地扩张业务，资产负债平衡表急剧膨胀，成为占据美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国住房与金融体系中心位置的两家超级住房融资机构。“两房”的巨大业务量，扭曲了美国住房融资市场的风险定价，客观上助长了美国住房价格近年来的扶摇攀升和房地产泡沫的产生。这种政府隐含担保所造成的“道德危害”，是酝酿这次美国房地产危机与金融危机的重要原因之一。

“两房”是名副其实的“大而不倒”的金融机构。它们直接持有或担保了5.4万亿美元的巨额住房按揭债券，占全部住房按揭贷款近乎一半。而在次贷危机爆发后，随着其他银行萎缩房贷业务，“两房”的作用更是进一步迅速膨胀。在保尔森宣布“国有化”之前，“两房”所提供的信贷，已经达到了美国全部新增住房按揭贷款的四分之三！

“两房”债券为国际投资者广泛持有，因此，“两房”在美国债券与整体信用市场中举足轻重，其业务与财务的稳健，对于深受重创的美国房地产与信贷体系，乃至全球经济与金融市场有着重大的影响。因此，对于美国政府来说，袖手旁观听任“两房”倒闭，从来就不曾是一个现实的政策选择。

为了防止政府动用纳税人资金，挽救濒于倒闭的金融机构所造成的新的“道德风险”，美国政府在处理“两房”问题时，立刻把现有管理班子解职更换，同时施加极端苛刻的注资条款，体现了公共利益与纳税人利益至高无上、债权人其次的方针。至于股东与管理层，不但不能指望从政府“救援”中捞到什么好处，而且往往成为危机祭坛上最大的“牺牲品”。

影响不一

美国政府对“两房”问题的果决处置，保尔森称之为接管（conservatorship），至少就短期而言，对于稳定当时金融市场急剧动荡不安的局势，提升全球投资者信心，会在一定程度上产生积极和有益的影响。但是，对于不同的“利益相关者”，这一决定却有着截然不同的影响。

首先，美国政府接管“两房”，使其债券持有人彻底吃了一颗定心丸。国际投资者包括外国中央银行机构持有机构债的60%，其中中国与日本在2007年底分别持有3 760亿美元和2 280亿美元，分别为第一大和第二大“两房”机构债持有人。出于对“两房”财务问题的担心，国际投资者从7月起共减持了170亿美元的机构债，显示债券持有人的信心已经动摇。作为一个有巨额经常账户逆差的国家，美国国内储蓄严重不足，依赖外国资本流入。所以，保尔森必须采取一切必需的措施，来维持国际投资者对于美国主权信用与美元资产的信心。

然而，对于“两房”的现有私人股东，美国政府的行动犹如晴天霹雳，手中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有的股票顿时变得分文不值。

不只是“两房”普通股股东，就是它们优先股的持有人也未能逃脱厄运。

对于美国住房信贷市场，政府接管“两房”很快使得住房按揭贷款利率降低了 50 个基点，从而使得房价可承受能力改善了 3%。政府的措施，至少能保证美国住房融资市场维持现有的流动性水平。

对于饱受重创的银行机构，美国政府对于“两房”的处置，减少了其未实现的机构债券损失，全行业的净资产相应增加 3%。因此，处置“两房”的行动，暂时性地轻微缓和了银行资产减记与新资本募集的负担。但是，银行业所面临的根本性困难并没有消除。由于财政部在接管“两房”时对优先股持有人的严厉惩罚，一些高度依赖优先股作为融资渠道的区域性银行未来补充资本金的难度将会更大。

对于美国股市而言，政府接管“两房”消除了一颗悬在头上的金融定时炸弹。但是，住房市场的继续下调，信用的紧缩，失业率的攀升，使得包括金融业在内的企业盈利预期变得更为暗淡。雷曼兄弟破产以及华盛顿互惠银行（Washington Mutual）、美国国际集团（AIG）等机构日益恶化的财务问题，几乎完全抵消了政府果断处置“两房”为股市所带来的短期纾解。

对于美国政府而言，接管“两房”仅直接成本就达 2 000 亿美元。2008 年美国周期性调整后的财政赤字，估计将达 GDP 的 5.4% 之巨，联邦政府将承担额外的“两房”债务余额 5.4 亿美元，占 GDP 的 40%，因此，美国国债负担将相应大幅增加。但是，接管“两房”本身并不会显著增加美国的结构性财政赤字。联邦政府账面上的债务率上升，主要是因为已将原来非正式的隐含担保债务转为正式的公开债务，提高了透明度与确定性，但并没有实质性地增加财政的固有风险，从而不至于对美国主权债信评级、美国长期国债利率和美元汇率有太大的影响。

对于美国住房市场，较可靠的研究分析预测是，美国住房价格水平将从 2007 年峰值回落 25% ~ 30%。只有当房价完成这样幅度的“矫正”后，美国住房可负担力才能回到房地产泡沫发生之前的水平。

政府接管“两房”，并不能扭转基本面的根本变化趋势或消除市场的强大调整压力。但是，该行动最大的效果是防止住房价格“超调”，即信用紧缩与过度脆弱的信心导致房屋价格跌到合理的“均衡水平”之下，从而给金融市场和美国经济带来更严重的打击。

总之，美国政府对“两房”命运的强势干预是无可避免的，在短期内对于稳定美国金融与住房市场也有一定的积极效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，危机究竟何时平息，取决于房价何时见底，取决于金融机构消化不良资产和补充资本金的实质性进展，取决于失业率、通胀、消费支出等宏观经济变量。

借鉴之辨

在完成美国财政部为其规定的未来两年过渡期的使命后，“两房”的前程取决于下届政府和美国国会的政治决定。要么是彻底私有化，要么是被分拆或显著收缩，要么是最终被关闭。

一个比较合适的方案是，把目前“两房”的营利性房贷业务彻底私有化，但政府可保留一个非营利的、专司为低收入家庭提供可负担房屋按揭贷款的小型纯国有金融机构，实现公共政策目标。

如果民主党总统候选人奥巴马获胜当选，他极有可能采纳此方案。所以，美国今天对于“两房”所采取的激烈行动，可能成为美国未来住房融资体系彻底改革的前奏。

不管如何，“两房”机构的未来不可能是它们过去的简单延续。美国的“两房”将不再是人们所熟悉的“政府支持的企业”(Government sponsored enterprises，GSEs)。

值得注意的是，就在美国政府接管“两房”后，中国国内要求政府如法炮制干预股市与房市的呼声不断高涨。但无论如何，政府对私人企业的紧急救援应是下乘之策，是不得已的最后招数。个别企业因经营不善、风险管理薄弱所造成的问题，只要无碍大局，应通过市场经济制度中固有的竞争淘汰机制和破产司法程序来处置，政府一般不应轻易干预。只有当金融机构的倒闭可能酿发系统性风险时，政府才有理由对之“救援”。系统性风险是政府干预的必要前提。

必须特别引起关注的是“政企不分”从长远而言可能造成的危害，美国“两房”危机就是“政企不分”的一个直接后果。房利美是在美国大萧条后住房业持续不景气的时代背景下，由推行新政的罗斯福总统于1938年所创立的。应该说，为百姓提供廉价住房融资，普及国民住房拥有率，是一个合理的政策目标。

作为纯政府的住房融资机构，在大萧条打击下信心低迷、住房融资紧缩的特殊时期，房利美在美国住房融资市场的稳定和经济的复苏中起到了积极的作用。但是，在和平繁荣时代，比如自20世纪70年代起，尽管“两房”业已成为私人股份企业，美国国会却仍然视其为“政府所支持的机构”，联邦政府继续为其债务提供隐含担保。结果，“两房”不断冒进扩张，其直接持有和担保的按揭贷款与以按揭贷款作抵押的证券，由1990年的7 400亿美元爆炸式成长到2007年底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的4.9万亿美元。美国政府对“两房”机构的错误定位和不当“干预”，是造成“利润私有化，风险社会化”道德危害的根源所在。

中国虽然在这次信贷危机中受影响最小，我们还是需要引以为戒，从美国的“两房”问题中汲取有益的教训。既然美国这样一个成熟的市场经济，居然在住房融资领域犯了“政企不分”的错误，尝够了道德风险的苦头，中国作为一个转轨经济体，就有可能面临更大的“政企不分”和“道德风险”的可能。

应该认识到，中国金融机构的某些体制性缺陷依然如故。国有控股的格局，客观上带来了各种形式的超股东权利的行政干预，包括高管与董事任免制度、薪酬激励机制等。换言之，“政企不分”的现象在中国金融体系中依然存在。在有些机构（如国家开发银行与中国农业银行）的改制重组方案中，还同时确立了商业化经营和与之相冲突的公共政策目标，比如，兼顾风险效益和支持“三农”，显然抱有鱼和熊掌兼得的不切实际的期望。

一旦宏观经济周期逆转，金融机构经营与财务状况恶化，可以设想，目前这种含糊不清的政企边界将会引发类似于美国“两房”窘境，但中国目前尚没有足够重视一系列潜在问题。

具有讽刺意味的是，美国的“两房”模式，或所谓“政府支持企业模式”，曾一度被奉为政府干预与自由市场取得调和的成功案例。但是，最新的“两房”危机促使人们重新检讨政府在现代市场经济中的合适角色。

在竞争的市场机制中，政府税收政策、公共支出（包括转移支付）政策、货币政策与行业监管法规，具体就金融业而言，最重要的是包括最低风险资本金要求与风险管理评估在内的完整审慎监管体系，是最经典也往往可能是最有效的经济干预方式。而国有制，或政府长期直接控股，或对企业负债提供隐含担保，将或迟或早无不以不幸结局告终，被历史一再证明是最糟糕的政府干预形式。

美国政府对于“两房”的接管行动，不但不应该被视为一个值得盲目仿效的先例，而且应该作为一件不幸的金融悲剧，成为警示其他国家的负面教训。

《财经网》2008年9月13日　胡祖六/文

作者为高盛董事及总经理、资深经济学家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“次级”金融体系及其病灶

美国此次的金融危机实质上就是美国金融体系失职的危机，是美国金融体系的“次级性”表现。

在市场经济条件下，尽管每一家企业在组织生产上是有效的，但生产目标的确定却是有疑问的。换言之，每一家投资或扩大生产的产量目标虽然只是整个市场的一个小比例，但是所有相同企业的生产目标的总量，则可能远远超过了整个市场的有效需求。按照现在的说法就是重复建设。当所有这些企业生产出产品时，就出现供过于求，经济危机出现。在危机中过多的供给被消灭后，经济再次找到了平衡。

这个矛盾存在的关键是，缺少一个有效的全社会资源配置机制。要解决这个矛盾，方法之一是计划经济，由国家集中绝大部分的资源，通过中央的规划、协调与配置，来避免整个社会生产的无序。许多市场经济尚不发达的国家，在革命胜利之后，其执政者很容易就选择了这条道路。历史与现实都表明，计划经济这条路是走不通的。历经漫长岁月演化而出的市场制度仍然是解决问题的不二法门，尽管它也会带来这样那样的问题，甚至是严重的问题。

现代金融体系的“双刃”

市场经济已经相当发达的国家已有较为发达的金融体系，而金融体系无疑是最有可能处于全部经济社会资源配置的核心地位。因此，发达资本主义国家通过进一步发展与完善该国的金融体系，来解决这个矛盾。金融体系的核心是信息，它努力收集全社会可能的供给与需求信息、行业信息，加上对个别企业的管理、生产、销售能力的分析，来判断某些企业生产计划是否可行，以决定是否将资源配置给它。比如，当一家上市公司决定加入某个行业的竞争时，如果金融体系不认可，它的股价就会下跌。由于股价下跌，它就难于从股票市场得到融资，或通过股权的抵押从银行得到贷款。反之，如果金融体系认可它的计划，其股价则上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要实现全社会信息的收集、处理与加工，就需要有一个能够覆盖全社会的金融网络，存在一个统一的市场来集中反映分散的信息。正是这种需求，推动全国性的资本市场与金融市场发展。现代金融体系的发展，使得西方资本主义社会不会再出现与早期一样的经济危机，但也产生了新的问题。

经济危机总是表现为总体供给与总体需求的不平衡，或者是供给相对过剩，或者是有效需求不足。20 世纪 90 年代之前的西方金融体系，更多是通过适当的资源配置，想法让供给满足需求。在此过程中，金融业的人士发现，也可以通过将资源配置给需求方，增加当期的有效需求，让需求满足供给，使经济平稳发展。正是在这样的认识下，消费者信贷在美国迅速发展，从 20 世纪 90 年代初开始大行其道。当然，消费者信贷的发展首先应归功于 20 世纪 60 年代美洲银行对信用卡不遗余力的推广。

相对于生产与服务供应商的融资，消费者融资的特点是，借款者以个人为主体，借款人众多。总体而言，人与人之间不存在明确的竞争关系，换言之，一家银行向一家电风扇企业提供贷款后，通常不会向它的竞争企业，同样是生产电风扇的企业，也提供贷款。对于消费者信贷，则不存在此类反竞争条款。因此，消费者信贷的还款能力主要取决于其社会地位（包括与之相应的收入地位），而与该消费者个人的才识、工作能力关系不大。金融机构在分析消费者信贷的还贷能力时，会更多地建立在对社会、经济结构的分析之上，而把个人视为社会经济结构某一个板块或阶层中的一个无系统性差异的独立分子。消费者信贷的这个特点决定了消费者信贷不会像公司信贷一样成为关系信贷（Relationship Lending），而更有可能成为交易性信贷（Transaction Lending），这个特点为后期现代金融理论与模型在消费者信贷领域的应用提供了基础。

美国消费者融资泡沫是如何形成的

20 世纪 80 年代之后的美国，已进入后资本主义时期，美国的中产阶层迅速发展，特别是在一个经济增长的长周期中，社会结构中各阶层在不断升级，消费者的总体地位在提高或改善，消费者信贷总体的风险较低。

就在美国消费者信贷开始大力发展之际，现代金融理论的三大支柱也逐步确立并发展成熟。20 世纪 50 年代马克维茨的风险分散理论确定了什么是风险，60 年代夏普的资本资产定价理论（CAPM）确定了资产的价值，70 年代布莱克—肖尔斯的期权定价模型确定了风险的价值。现代金融理论 80 年代率先在几家大型的银行在交易市场中得到尝试，其应用成功加强了银行业扩展其范围的信心，金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融机构雇用了一批数学家或物理学家为其发展、完善模型。风险的确定与管理从以财务会计为基础的工作进入一个以计算机为依托、以数学模型为基础的工作，使美国金融业的微观风险管理能力大大提高，也使美国的金融机构成为其他各国效仿的楷模 。但是现代金融理论的关键性假设，比如认为价格的波动是连续的、价格的变动符合布朗运动形态等，与现实相差甚远，以该假设设计的模型、运算的结果将低估实际市场的风险，从而使金融机构的行为过于激进，要求的风险溢价过低。

在现代金融理论的指导下，金融机构开始将消费者信贷纳入其风险定价与风险管理模型，以此指导消费者信贷的开展。按照现代金融理论，风险总是与资产价值相伴而生的，资产的价值与资产的风险都需要市场来表达，因此金融机构发展了风险交易市场，特别是与消费者信贷相关的信用风险衍生产品市场，包括将给美国金融机构带来巨大麻烦的信用违约掉期市场。

在理论与市场基础设施准备完成后，美国金融业在消费者信贷方面的发展于 90 年代后形成一个自我强化的过程。消费者信贷的发展促进了美国消费者生活水平的提高，而消费者生活水平的提高为消费者信贷的进一步发展奠定了基础。

20 世纪 90 年代后正是全球化风起云涌的时期。全球化为美国带来了低廉的商品，也让美国经济享受长达十多年的低通胀与低利率的宏观环境，这样的宏观环境是消费者信贷发展的黄金时期。美国的金融业醉心于消费者信贷，从消费者融资市场得到的甜头，一头扎进消费者融资市场，相信消费者信贷市场的发展才是金融业发展的方向。因此借助于现代金融理论与模型，金融业不断地开发、推销消费者信贷证券化以及相关的衍生产品，扩大消费者信贷市场。无论是 2000 年的 IT 泡沫破裂，还是 2001 年的“9 · 11”事件，都没有阻碍消费者融资市场的快速发展，金融业本身也在消费者信贷的发展中迅速扩大。

不自觉中，美国的金融机构忘记了自己的使命，美国金融体系的系统风险在逐步积累、扩大。但是，美国的金融体系内部却不存在一股能够阻止这种系统风险扩大的力量，没有自我调节机制。

大力发展消费者融资市场的后果

■ 金融产品的风险被低估了。

发展了消费者融资后，与过去相比，市场中的供给更容易产生其需求，因此减少了金融体系在配置资源给供给方时所应有的慎重。具体表现为股票市场的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险溢价在过去几年大约只有2%，而过去一个世纪美国股票市场的平均风险溢价是5%，即金融市场对企业可能产生的风险预期减少。既然由于消费者贷款的扩张，潜在的需求更容易成为当期的有效需求，企业的产品都能较容易成为商品，完成马克思所说的惊险一跳，或者说这一跳已经不再惊险了，企业的风险也就下降了，风险溢价就可以减少。以这种低风险溢价作为计算资本成本的基础，进一步加大消费者信贷。

■ 削弱了金融体系特别是银行体系分析与筛选企业的能力。

在20世纪80年代与90年代初期，许多经济学家在大量分析比较作为一个金融机构的银行与金融市场各自的作用后，得出的结论认为，相对于资本市场，银行之所以作为银行而存在的一个根本理由就是，银行能掌握市场所不具有的某个借款人的信息，即银行比市场更能了解与掌握该借款人的产品技术、生产经营、最终还款的能力等。如果银行体系不具备此种能力，银行就不能有效地配置资源。这种能力的培养，需要银行持久地积累，需要投入相当多的资源。消费者贷款的增加，特别是消费者贷款的证券化，使借款人抵押品的流动性增加，银行从风险管理上看，削弱自身的分析与筛选企业的能力。

■ 最重要的是美国金融业忘记了金融业的根本功能之一。

这个功能便是低成本地将资源配置到对经济与社会发展最有效的领域，金融业的系统风险就在于它能否很好地完成这个任务。一个专业的投资家在决定投资之前，通常要先确定投资的领域与地域，然后才确定该领域或地域下的企业，即投资战略的确定。投资中最大的风险正是投资战略的风险。换言之，资源应该配置在最有发展潜力的领域。

什么是有效的领域？这可能需要从社会的历史发展角度观察推动社会进步、社会文明、社会和谐的力量是什么。这里作者无法给出答案。不过我们可以知道房地产业的发展与社会生产力的提高是没有什么关系的，但是，房地产却得到了美国金融体系大多数的资源。

从社会的和谐角度看，就业是保证社会和谐的基础。根据美国20世纪初的数据，中小企业为美国提供了超过一半的就业机会，但是美国的金融体系是否配置一半左右的资源给中小企业呢？答案应该是否定的，因为美国数百家小银行的资产中有三分之二是与房地产相关的。

即使从经济增长上看，房地产对经济增长的贡献也是远小于金融业对其所配置的资源。

尽管美国金融体系并不能有效地配置资源，但自身却占据并消耗大量的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源。这里我们也看不到美国经济中存在一种力量，去约束金融体系对资源占有的不断扩大。

■ 降低了社会储蓄率，经济的负债率大大提高。

传统经济是先储蓄后消费。消费者信贷的发展，鼓励和发展了消费文化，使消费者的负债率大大提高。比如，美国家庭负债与可支配收入之比在2000年为100%，2007年达到了140%。美国社会的储蓄率从20世纪80年代的10%多，降到了这两年差不多为零。同样，美国经济与金融体系中也不存在一种机制或力量能纠正储蓄率的不断下降与负债率的不断提高。

综上所述，美国此次的金融危机实质上就是美国金融体系失职的危机，是美国金融体系的“次级性”表现。

1. 是微观金融机构风险管理的有效性与宏观的系统性风险管理缺失的矛盾引发的危机；

2. 是资源配置与宏观经济、社会发展目标不一致的矛盾，导致资源过度配置在房地产业的危机；

3. 是金融体系发展缺少约束与反省机制的危机。

因此，美国经济需要这种大型金融危机来解决上述的矛盾。

按照以上的分析，美国金融危机的结果：一是将配置到房地产的无效财富消灭，表现为美国房地产价格大幅下降，与房地产相关的金融财富将减少数万亿美元；二是美国的金融业将萎缩，其功能将从促进消费者信贷的发展回到消费信贷与生产信贷之间的适当平衡，并使美国社会的储蓄率提高到10%左右。结果是那些消费信贷，特别是房地产信贷占其业务分量较大的投资银行与银行都将无法生存，消费者融资证券化市场也将在相当长的时间内难以复苏。

中国如何避免重蹈覆辙

金融业的性质似乎决定了金融市场体系内部难以存在一个有效的纠错机制，在金融体系出现大的偏差之前，能自动加以纠正。金融市场上泡沫的产生与破裂将是不可避免的。著名的分形几何学家曼德布洛特（Benoit Mandelbrot）从分形几何学的角度也证明了这一点。对我们的社会来说，次优的选择是不要让泡沫吹得太大。因此在金融市场体系之外，比如由中央银行牵头，需要定期从金融体系的最基本功能角度去审视金融体系的发展是否大幅偏离其合理的轨道。这方面有些指标可以参考：

1. 金融资源的配置是否偏离社会与经济发展的总体目标；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 某些领域或行业是否被过度配置，其中一个指标是这个行业的平均工资是否在较长时间内远远高于全国的平均工资。

《财经网》2008年9月17日　叶翔/文

作者为《财经》杂志特约评论员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

华尔街生死簿

自救者美林

雷曼命运倒计时

审判日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自救者美林

要保全性命于乱世，必须大幅度地减计坏账、不惜血本地甩卖资产，以及欢迎一切投资者。

在2008年9月15日以后，雷曼与美林并肩走入了历史。不同的是，雷曼已永无翻身之日，而美林最终委身于美国银行旗下。可以想见，两家投行的不同命运将长时间比较，而其中美林CEO赛恩（John A. Thain）扮演的角色更将会被反复提及。

2007年12月，时任纽约－泛欧交易所CEO的赛恩（John A. Thain）火线入主美林。这已是赛恩第二次充当“救火队长”。2003年，纽交所当时的董事长兼CEO格拉索因巨额薪酬丑闻下台，更导致人们对纽交所治理结构和交易制度的深刻质疑。时任高盛总裁的赛恩临危受命，接任纽交所CEO之职，展开了一系列整肃、发展纽交所的改革，并迅速恢复纽交所作为美国资本主义象征的荣光。

此次赛恩接棒美林，华尔街人士评论“非常及时”。事后证明，除了基本面因素，赛恩大幅度减计资产、不惜血本的甩卖和对投资者敞开怀抱的胸襟，是美林得以保全性命于乱世的重要因素。

“救火队长”赛恩

2008年4月10日，赛恩在北京接受《财经》专访时，入主美林已经4月有余。与2007年在纽约交易所任CEO时相比，52岁的赛恩精神饱满依旧，但头发更见斑白。

此前有传闻称，美林目前仍然处于严重的财务困境，其资产杠杆率接近30。还有传闻称，赛恩此次亚洲之行的主要目的之一在于寻求资本注入。不过，赛恩对重整美林财务危机表示乐观。

赛恩告诉《财经》记者：“毫无疑问，我担任美林的CEO主要是应对次贷危机之后的财务问题。”但他强调，尽管目前市场环境棘手，从资本金和流动性的角度看，美林的状况还是不错的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他介绍说，跟踪次贷危机的指数 ABS Index 自 2008 年起到 3 月 1 日下降了 50%，但是，“任何拥有次贷相关的衍生品的机构仍旧在一季度存在损失”。4 月 17 日，美林将公布 2008 年一季度的财务报告。

美林集团也在审定次贷相关的损失。尽管赛恩对于摆脱次贷危机保持谨慎，称次贷相关的损失要持续到 6~12 个月之后才能见底，但“在可见的将来，美林不再需要补充资本金”。

美林于 2 月 22 日发布的 2007 年财务年报显示，其次级抵押贷款以及资产抵押证券的担保债务凭证（ABS CDO）相关的税后损失达到 86 亿美元之巨，即（稀释后）每股损失 10.73 美元。

同日，赛恩在致美林股东的公开信中表示，公司已经重组了风险管理的机制，并完成了 2008 年四大工作重点的两项：第一，估计流动性的紧缩程度，重整资产负债表，通过剥离、出售部分非主营的资产，获得 20 亿美元资金；第二，融资 128 亿美元，除了弥补 86 亿美元的亏损，还有 40 多亿美元的额外资金。赛恩称，这使得美林获得了足够的缓冲，并且保证足够支持业务继续发展所需的资金。

此外，赛恩宣布，将对美林目前的管理机制做两项改革，其中一项是加强管理组织结构。他向记者透露，美林正在调整目前的薪酬结构。“过去，交易员的薪酬完全是由交易员的盈利和损失来决定，现在美林将依据整个美林的业务盈利状况来发放薪酬。”他认为，这种方式将促进团队合作以及各个业务部门的协同。赛恩表示，这是近年来的第一次薪酬结构的调整。

摩根士丹利亚太区前首席经济学家谢国忠称，华尔街投行内有一种独特的激励机制，如果雇员们的投机活动获得成功，他们将得到巨额奖励；而若失败，对于他们来说也只是丢掉工作而已。受此鼓励，雇员们甘冒巨大风险，也就是说，公司的利益与其雇员自身的利益并不一致。美林如此调整，就是意欲改变这种状况。

另外，赛恩欲结束美林业务部门单独作战的传统，并建立团队合作。同时，他希望“主持”一个高级经理的管理委员会，委员会包含交易部门的所有经理，负责人每周向他汇报工作。

于是，美林在迎接赛恩的同时，也面对了十多位高层以及交易员的离任。其成员既来自造成次贷减记损失的债券交易的部门，也包括 2007 年业绩收入创造了 83 亿美元净收益的股票交易部门。赛恩对此解释说，公司高层的人员变动，总会引起其他人事变动。

“本次遭受损失主要出现在资本市场和投行部门，所以对交易部门的人事变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动我不会感到惊讶。”他坦言，交易部门的领导层在未来几周或者一两个月里还会有变动。

疗伤之药

为了医治国内业务所受的重创，美林加快拓展海外业务的需求前所未有得迫切。初步调整国内业务之后，赛恩便马不停蹄地展开了他的全球之旅。

赛恩 4 月 10 日在北京宣称，在接管美林后的四个月中，他做的事分为两大重点，“前两个月是关注资本和流动性，近两个月则关注美林的全球战略”。

在中国之行前，他刚结束了对日本、俄罗斯、英国、法国、西班牙的访问。显然，在次贷危机余波未平、美国经济放缓的情况下，美林把目标投向了国民经济保持迅速增长的亚太发展中国家。

赛恩说，此行的目的就是要进一步开拓美林在中国国内的业务，尤其是拓展目前中国尚未形成气候的全球财富管理（Global Wealth Management）的业务。为此，他会晤了政府和监管部门的官员，以及主要的企业客户。他评价说：“我们的会谈是富有成效的。”

全球财富管理是美林的第二大业务支柱，其管理的客户资产接近 3 万亿美元。美林联合运营官弗莱明（Greg Fleming）在 2 月 6 日的一个国际金融会议称，全球财富管理业务占了美林总业务额的 40%，目前主要集中在美国国内；但是，全球财富管理在“金砖四国”（BRIC，即巴西、俄罗斯、印度和中国）的业务增长很快，2007 年的海外业务比 2006 年增长了 24%。

目前，美林在中国主要为投资银行业务，包括给中国企业做 IPO，为其海外并购业务提供财务顾问服务，以及担任国债和企业债的财务顾问。迄今为止，美林帮助中国企业在国际资本市场筹资超过 300 亿美元，“仅 2007 年就为中国公司在海外市场融资 27 亿美元”。

美林的目标远不止此。多年来，美林一直希望将全球财富管理带入中国的国内市场。赛恩告诉《财经》记者：“美林需要涉足更多的中国市场的本地业务。目前中国的财富大量积聚，因此我们希望涉足中国本地财务管理业务。”中国企业上市融资后，如何管理它们的资金和财富？这是美林瞄准的机会。

“我们想要将全套业务带入本地市场，其中包括证券经纪业务。”赛恩说。然而，外资证券经纪业务在中国的拓展路途颇为坎坷，目前，外资金融机构在中国经营证券经纪业务，首先要获得证监会的牌照。外资目前尚未允许独立经营，而在合资证券公司的情况下，持股比例的上限是三分之一。赛恩表示，具体模式和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持股比例都还在探讨中。

美国财政部长保尔森近日访华，会谈的重点之一就是争取将外资参股中国券商的股权比例上限从三分之一提高到49%，使得外资券商在中国有更大的发展空间。目前，证监会批准了花旗银行与中原证券、摩根士丹利与华鑫证券、瑞信与方正证券成立合资证券公司。

拯救信心

美林自救的另一选择是支持美联储的拯救行动和保尔森的监管改革。

赛恩宣称，支持美联储干预摩根大通购买贝尔斯登一事，因为这样“为稳定市场注入了很大程度的信心，使得系统性的损害不会出现”。

次贷危机中，美国的各大投行休戚相关。如果美联储不出面为贝尔斯登提供紧急流动性，后者将不得不宣布破产，更多的金融结构也难逃厄运。谢国忠称，如果美联储允许清算贝尔斯登，其他机构拥有的非流动性次贷衍生品也不得不以此标准定价，这意味着这些机构的资产价值更加一落千丈，导致更大规模的破产。

也有许多人士批评说，美国的纳税者在为次贷危机付出代价，而美联储是在用买房者的钱来稳定市场。

作为国际资本市场咨询委员会的委员以及拯救行动的间接受益者，赛恩向记者重申，“美联储和财政部的行为是正确的，这样做保护了金融市场免遭潜在的系统性破坏。至于这是不是用了纳税人的钱，还不清楚。”

他进一步称：“我也支持目前在国会讨论的各种关于抵押贷款以及如何帮助美国消费者渡过困境的解决办法和提案。我不认为这些问题是互相对立的。”

美国金融市场每一次大的危机，都引致不同程度的监管改革，这场被美联储前主席格林斯潘称为“50年来最大的”次贷危机当然不会例外。进行监管改革有助于帮助人们重拾对金融系统的信心，赛恩对此深表赞成。

不久前，美国财政部长保尔森发表了对金融监管系统的改革建议。按照他的提议，美联储将有责任和权力搜集并披露恰当的信息，在法规制定方面与其他监管机构开展合作，并在必要时采取相关行动，以确保整体金融市场的稳定。

根据其方案，美国证监会和商品期货交易委员会将合并为一家，届时将由单一机构来负责监管美国证券和期货市场。改革计划还包括将美国储蓄管理局并入美国财政部金融局。

赛恩告诉《财经》记者，他支持保尔森对美国金融监管框架进行进一步改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革。他说："他提出的框架有三大支柱——市场稳定、金融机构的安全健康以及客户的保护。这是美国金融监管改革的三个重要基础。"他补充说，他同意减少美国监管机构的重复现象。改革并不是要改变整个监管框架，但是需要对某些方面进行改革。

"安然事件"之后，时任高盛 CEO 的保尔森提出监管改革方案是华尔街的一次自救。这此次贷危机，美林等华尔街投行支持保尔森的改革建议，是其又一次自救。美国次贷危机还看不到底，美林及其同行乃至整个金融市场的自救行为，也还远远没有结束。

《财经》2008 年第 8 期　王真　叶伟强 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷曼命运倒计时

雷曼的甩卖、融资似乎总是慢半拍，每次自救行动都加剧了投资者的质疑。

继贝尔斯登之后，又一家华尔街投行面临着清盘或被收购的命运。

9 月 12 日晚间，接近中国投资有限公司（下称中投公司）的有关人士向《财经》记者证实了其与雷曼兄弟接触的消息。此前英国《金融时报》报道，美国银行（Bank of America）牵头，和私募股权基金 JC FLOWERS、中投公司组团拟收购雷曼。

“雷曼的收购谈判将会很快有结果。目前参与竞争的买家很多，包括其他的一些主权财富基金，目前都处于‘背对背’的谈判过程中。”上述人士称，目前的关键是价格问题，潜在买家的定价有一定差别。

雷曼此轮危机的加剧，始自其与韩国产业银行收购谈判的结束，以及三季报的公布。8 月，市场开始盛传雷曼和潜在买家韩国产业银行（Korean Development Bank）就注资进行谈判。日本野村控股也表示过有注资兴趣。之后，又传出雷曼将出售旗下最赚钱的资产管理公司 Neuberger Berman。接下“英雄帖”竞购其资产管理业务的还有 KKR、凯雷资本等。但雷曼一直拒绝就注资和出售业务给出正面回应。

韩国金融监管当局 9 月初表示，产业银行需要认真考虑注资雷曼是否合理的决定——说明韩国官方对于这次注资行动并不认可。9 月 9 日，彭博社报道，雷曼与韩国产业银行的谈判已告破裂。

消息传来，雷曼股价应声下跌了 45%，这在这家美国第四大投资银行 158 年的历史上绝无仅有。9 月 10 日晨，雷曼公司召开紧急会议，提前发布了本应在 8 天后才公布的三季度业绩：本季亏损 39 亿美元，相当于每股损失 5.92 美元。

雷曼的第一反应是自救。主持这场紧急会议的公司首席执行官福尔德（Dick Fuld）、首席财务官路维特（Ian Lowitt）和首席运营官麦克迪（Bart McDade）告诉全球同仁三个决定。第一个决定是公司今后只会在有限的商业房地产资产中进行投资。雷曼首先会在几周内将其所持有的英国市场上的住宅房地产抵押证券的投资组合（价值约 40 亿美元）出售给投资管理机构黑岩（BlackRock Financial Management，Inc.）公司。其次是分拆出大部分的商业房地产资产，计划在 2009 年一季度前完成分拆，成立一个名叫全球房地产投资（Real Estate Investments Global，“REI Global”）的公司，并单独上市。重组过程中，雷曼将向其注资并提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供债务融资。

将风险巨大的商业地产资产从自己的资产负债表中剔除，雷曼希望在未来一段时间内可以少一些资产减记的压力。雷曼在三季度已减记高达 78 亿美元房地产抵押证券敞口，还剩 172 亿美元——相关资产的近三分之一已成明日黄花。

第二个决定是，公司计划把包括资产管理公司 Neuberger Berman 在内的资产管理业务 55% 的股权卖出去。福尔德称，公司已经与数家金融和战略投资者就此事进行了接洽，正要开展进一步的讨论。

第三个决定，就是雷曼的股东们此次能分得的股息将只有原来的十分之一，也就是每股 5 美分，这样公司就能省下 4.5 亿美元。

“2009 年，雷曼将呈现给投资者一个干净和强劲的资产负债表。”福尔德说。

次贷危机爆发至今，雷曼也曾经多次从市场融资共 140 亿美元，变卖了 1 470 亿美元的资产，降低了公司对短期融资的依赖，严防可能出现的挤兑。但是，这些努力似乎都不能完全取信于市场，每次融资，反倒加剧了投资者对于公司进一步赢利能力的质疑。

不过，自救显然已无力回天。9 月 11 日，《华尔街日报》报道雷曼正在积极物色买家并和潜在买家展开谈判，其中就包括美国银行。9 月 12 日传出的收购组合，又加上了 JC FLOWERS 和中投公司。前者是一家专事收购金融机构的私募股权基金，2008 年早些时候与中投公司共同建立一只 40 亿美元的基金，其中中投公司斥资 32 亿美元。

对于跃跃欲试的中投公司而言，雷曼的潜在损失，以及美国政府的态度成为收购的关键，最终这一切都会反映在价格上。

眼前的雷曼，让人联想到已经不存在的贝尔斯登。雷曼与贝尔斯登所持高风险房产抵押债券资产结构颇为类似。有人怀疑美国政府是否也会像撮合摩根大通收购贝尔斯登那样，对雷曼出手相救。但迄今为止，无论是美国财政部还是美联储，都未就此表态。

“美联储越来越不愿意扮演美国经济的拯救者的角色。”有华尔街分析人士这样评论，尤其是在几天前刚刚接管了房地美、房利美这样的大动作之后。

不过，贝尔斯登垮台后，作为美联储拯救信用市场流动性危机的一项主要举措，美联储将以往主要向商业银行开放的临时借款窗口也对投行开放，因而雷曼的情形当不如贝尔斯登倒台时紧迫。不过， 9 月 11 日，美联储公布的向主要券商开放的借款贴现窗口使用情况列表显示，雷曼并未使用该窗口。

《财经》2008 年第 19 期　徐可　吴莹 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审判日

华尔街的“黑九月”、7 000亿美元救赎，以及独立投资银行模式的破产，是美国金融危机的最高潮吗？

在历经一年有余的挣扎与幻想后，华尔街终于发现，它已陷身于一片火海之中。

继2008年9月7日房利美、房地美被美国政府接管之后，恐惧笼罩了整个金融市场，那些有着金字招牌的投资银行和商业银行像多米诺骨牌一样一个个倒掉。

9月15日，雷曼兄弟申请破产，美林集团被美国银行并购。

9月16日，美国最大的保险集团美国国际集团（AIG）被政府接管。

9月21日，摩根士丹利和高盛宣布转型为银行控股公司。

9月25日，全美最大的储蓄贷款银行华盛顿互惠银行宣布破产。这是美国历史上最大的一桩银行破产案，摩根大通以19亿美元的价格，向政府购入了该行的银行业务和价值3 070亿美元的贷款组合。但是摩根大通必须为该行可能的贷款损失减计310亿美元，并向公众发行价值80亿美元的新股来补充资本金。

从9月19日起，美国财政部和美联储就把希望寄托在一项高达7 000亿美元的救援计划上，寻求以财政资金承接金融不良资产的形式，挽市场信心于既倒。

然而，没有人能够预测市场的最终走向。9月24日，石桥国际企业顾问有限公司（Stonebridge International）副董事长、前花旗集团首席执行官普林斯在北京接受《财经》记者访问时，回顾华尔街血流成河的惨状，神情凝重、心情复杂。在他看来，当前的政策选择受多重因素的制约，除了经济层面，更重要的是政治层面的影响。11月美国将选出新总统和新国会，“他们不会坐视事态发展而不理，从现在起他们就会影响这一事件的方向，我希望是正面的方向”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保尔森救援

当保尔森从高盛董事会主席的职位上受到布什政府邀请出任美国财政部长、打算帮助料理伊拉克战争留下的财政烂账时，并不会想到自己今天会成为拯救华尔街、重建金融世界新秩序的“白衣骑士”。

保尔森9月23日揣着短短九段的听证词走入国会山，他坚信这份“惊世骇俗”的救援计划，虽然会令一些参议员们暴跳如雷，但最终不得不以某种形式获得通过。

保尔森计划内容非常简单。国会授权财政部长有权决定从任何总部在美国的金融机构，以财政部认为可行的条款购入房贷相关资产，一次性上限为7 000亿美元。

提案内容显示，财政部长有权购买、管理、出售与处置任何上述从金融机构购入的相关房贷资产，财政部在保证稳定金融市场与银行系统，保护纳税人权益的前提下履行法案权力，需定期上报国会。

上述“房贷相关资产”中的“房贷”，指2008年9月17日前新开或发行的住房及商业贷款，其相关资产为任何基于或与它们相关的证券、合同责任或其他（金融）工具。该权限期限为自法案批准生效后两年，但政府可以在两年后继续持有所购买资产，直到财政部认为没有必要再持有为止。政府受到的限制条款，仅仅是首次行使权力三个月内必须向国会进行汇报，之后每半年进行一次汇报。

该提案同时要求提高美国政府公共部门债务上限从目前的10.6万亿至11.3万亿美元，这也意味着美国的财政赤字将进一步恶化。这一提案被认为取法于清算信托公司（Resolution Trust Corporation，RTC）救市模式。1989年8月9日，美国成立RTC专门负责管理、处置经营失败的储贷协会及其资产和负债，被认为是金融重组的样板。受该利好消息影响，周四当天股市先抑后扬，道琼斯工业指数以上涨410点收盘。

然而，尽管包括布什总统在内的政府高层极力鼓吹这一计划的合理性与紧迫性，来自市场和学界的反对之声仍不绝于耳，在大选前夕的国会更受到政治因素的影响，两党议员对峙更为激烈。

由于9月26日之后国会将解散数日，供议员们回家乡准备换届选举，国会必须在9月29日开市前再做出决定。不过截至记者发稿时为止，参众两院仍在为这一方案争执不休。

在7 000亿美元救援计划推出之前，保尔森与伯南克刚刚不眠不休地度过了他们个人职业经历中最可怕的一周。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“9 · 15 判决”

在抛出 7 000 亿美元计划之前，尽管美国财政部和美联储已经采取了向货币市场注入流动性、国有化房地美和房利美（即所谓“两房”）等诸多救市措施，但多是金融机构危机已现之后的不得已之举，真正促使其下决心开出巨额支票稳定市场的，显然是 9 月 15 日的华尔街震荡。

这一天，美国第四大投资银行雷曼宣布破产，第三大投资银行美林集团被美国银行收购，同时告急的还有美国国际集团——美国最大的保险集团。

在 9 月 15 日之前的一周里，美国三家市值严重缩水超过三分之一的公司中，除美林和美国国际集团，美国最大的储蓄与贷款银行——华盛顿互惠银行也名列其中。

和 2007 年同期相比，该行的市值则已狂泻 92%。这样的沦落速度，被市场认为已经超过了这家银行的自我消化能力。

9 月 12 日，穆迪对华盛顿互惠银行的信用评级降为“垃圾”（即信用评级为 BB 以下）。

这家银行的困境已经使得在 2008 年 4 月入股占有该行 13% 股份的私人股权基金得州太平洋集团（Taxas Pacific Group，TPG），罕见地放弃了获得数亿美元额外补偿的权利，欢迎任何外来注资行为。

受以上消息影响，全球股市上演了“黑色星期一”的股灾。纽约道琼斯指数跌 4%，标普 500 指数跌近 5%，德国股市 DAX 指数大跌 2.74%，巴黎 CAC40 股指下跌 3.78%，为“9 · 11”以来最大单日跌幅。

俄罗斯股市 15 日收盘时大幅下挫 4.78%，16 日在大跌 11.47% 后下午紧急闭市一个小时，17 日开盘跌势更猛，俄联邦金融市场局当天中午决定，全面停止股市交易。18 日继续全面闭市。

消息传到中国，刚过完中秋节假期的中国 A 股市场不理会央行降息等利好消息，9 月 16 日开盘即大跌，上证指数创下 1986 点新低，银行股大面积跌停。

为了稳定全球金融市场，各国央行纷纷出手，向市场注资。

9 月 16 日当天，日本、美国、欧盟等六个国家和地区的央行宣布，为稳定国际金融市场，各国将向银行系统注入大量流动性。日本央行 9 月 16 日、17 日、18 日连续三个交易日共分五次向短期金融市场紧急注资近 8 万亿日元，欧洲央行也在 16 日和 17 日先后向市场注资 1 000 亿欧元，英格兰银行向市场紧急注资 250 亿英镑。

为了制止对冲基金等机构对金融股进行毁灭性的“卖空”打击，9 月 19 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上午，美国证监会发布紧急通知，宣布即时禁止卖空799家金融公司的股票。英国金融服务管理局（Financial Services Authority）同日公布了被禁止卖空的29家银行和保险公司名单。澳大利亚证监会将所有证券产品从其批准卖空产品名单中删除。

“9·15”判决对金融市场的心理震撼，远远超过了3月华尔街第五大投行贝尔斯登的垮台。当时，由于美联储将以往主要向商业银行开放的临时借款窗口也对投行开放（为期三个月），一度给外界以转危为安的错觉。

然而，时至7月30日，当美联储宣布该临时窗口将延长至2009年1月30日时，市场已普遍认为这一政策只能解一时之困，远非治本之策。此后形势急转之下。

进入7月，破产的美国中小银行达到六七家，加州的抵押贷款银行IndyMac因出现挤兑被联邦监管机构接管，紧接着房利美和房地美融资出现困难，导致9月7日美国政府宣布可动用2 000亿美元对其注资，并将之国有化。

显然，次贷和衍生品的泡沫一旦被刺破，就很难再愈合。“9·15”华尔街的集体崩盘，预示着美国金融危机的全面爆发。

美林VS雷曼：生者与死者

位于曼哈顿岛第七大道上的雷曼兄弟大楼，目前已经成为旅游者“到此一游”竞相合影的地方。因为过不了多久，这家拥有158年历史的美国第四大投行将在这里彻底消失。

早在2008年3月贝尔斯登被收购之后，就有人预言，雷曼会是下一个贝尔斯登。

事实更为残酷。因为雷曼在倒闭前没有得到美国政府的任何融资保障，英国巴克莱银行、美国银行竞标团相继放弃对雷曼兄弟的收购谈判。在求告无门之后，雷曼不得不宣告控股公司破产，并逐步售卖在全球的子公司和资产。一位刚刚从华尔街返回的业内人士称之为“凌迟处死”。

接近雷曼的人士对《财经》记者表示，在次贷危机爆发以来，该公司一直面临着巨大压力。雷曼规模相对较小，容易被对冲基金撼动；此外，房地产资产比例相对较高，包括住宅和商业房地产资产达550亿美元，更是雷曼致命的弱点。

在2008年二季度时，雷曼亏损28亿美元，被迫募集了价值60亿美元的新股，以补充资本金。当时，雷曼每股普通股的账面价值为34美元，高于每股28美元的融资价格，被视为一个不祥的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据英国《金融时报》报道，在二季报发布后不久，雷曼撤换了首席运营官（COO）约瑟夫·格里高利（Joseph Gregory）和首席财务官（CFO）埃林·卡兰（Erin Callan）。与此同时，雷曼董事长兼CEO福尔德试图搏击做空雷曼的投机力量。他曾致电美国证监会，向后者提供了一大堆所谓的“证据”。应其要求，美国证监会加强了对金融股“卖空”的限制。他也给华尔街的一些交易对手方打电话，指责其底下的交易员散布关于雷曼的“谣言”，但效果适得其反。

压力之下，雷曼面临的选择不外乎出售和分拆资产、募集更多的资本金或整体出售。8月初，雷曼公司在纽约总部分别接待了韩国产业银行和中国中信证券的高管，但最终未达成任何协议。

9月9日，和韩国产业银行谈判破裂的消息被曝光后，雷曼股价应声下跌了45%，并迫于形势提前公布了三季度的业绩。不出市场所料，雷曼果然再现巨额亏损和减记，不仅每股损失5.92美元，其房地产抵押证券敞口还有172亿美元之多。雷曼同时宣布了自救计划，但是相关资产出售以及分拆上市的措施并不能立即实施，这对于市场来说无疑是“太少太迟”。

在决定雷曼命运的那个周日（9月14日），据《华尔街日报》报道，福尔德曾数次给美国银行的首席执行官刘易斯打电话，但后者没有接听。福尔德或许并不知道，当时刘易斯已经在和美林就合并展开谈判了。

与雷曼的厄运形成戏剧性对比的是美林。美林的幸存，很大程度上得益于其首席执行官约翰·赛恩的果断。2007年12月，受次贷危机重创，美林前任CEO奥尼尔在困境中黯然引咎辞职。接任者赛恩“没有包袱和压力，他宁可与过去一刀两断”，有华尔街人士如是说，这是美林可以迅速卖身求安的一个原因。

但这位原纽约—泛欧交易所CEO也承认，这是他本人职业经历的“最艰难的时期”。

9月13日，赛恩在和其他华尔街投行高管一起研究如何想办法解决雷曼的问题时警觉到，如果不立即采取行动，美林可能不出几天就会遭受雷曼的同等命运。于是，他迅速地给美国银行首席执行官刘易斯打了电话，询问他是否有兴趣买美林。刘易斯认为，相比雷曼，美林是“更好”的一个买卖。

当天下午，两人在纽约碰面。仅仅24小时之后，每股29美元的交易价格就确定了。雷曼宣布破产的同一日，市值全美第二的美国银行9月15日宣布以换股方式收购具有94年历史的美林集团，交易价格达500亿美元，比前一日美林的收盘价溢价70%。交易尚待两家股东大会的通过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国际集团折翼信用违约掉期

仅仅过了一天，9 月 16 日晚间，美国最大的保险集团美国国际集团迅速被国有化。

按照美联储与之达成的协议，美联储向美国国际集团提供 850 亿美元贷款，作为代价，美联储将持有 80% 的股权，美国国际集团需要出售资产以偿还这笔巨额债务。

几日之内，股价暴跌、信用评级下调、交易对手追索抵押品，这些危机环环相扣，资本市场仅用三天时间便扼住了美国国际集团的喉咙，将这个具有 1 万亿美元资产的巨人逼到了窒息的边缘。

美国国际集团于 1919 年成立，是美国最大的商业保险提供商、最大的寿险公司之一，截至 2008 年 6 月 30 日的总资产为 1.05 万亿美元。由于持有大量与次贷相关的资产和保险合约，美国国际集团在美国次贷危机中受到重创，美国国际集团前三个季度共损失 185 亿美元，股价自 2008 年年初以来跌去了 96%，仅 9 月 12 日一天便跌去 31%。

9 月 15 日，美国国际集团股价再跌 61%，收报 3.75 美元；次日开盘之后美国国际集团的股价又遭遇一轮暴跌，曾经下探至 1.25 美元。

最令监管者担心的是美国国际集团手中的大量信用违约掉期合约。截至 2008 年 6 月 30 日，美国国际集团为高达 4 410 亿美元的债券提供了信用违约掉期交易，其中与次贷相关的 580 亿美元信用违约掉期已经产生了巨大的损失。

信用违约掉期是一种针对债券违约的保险。信用违约掉期的购买者向卖方支付一定费用，一旦该信用违约掉期对应的产品出现违约，则卖方将补偿该产品持有者的损失。此类合同可能长达 1~5 年。美国信用违约掉期的市场规模巨大，最新的数字是 62 万亿美元。近年来美国的债券违约率长期较低，危机爆发前垃圾债券的违约率都在 1% 以下。因此信用违约掉期收费非常低廉，往往仅占被保险债券票面额的万分之几。

2007 年中，次贷危机爆发。一些金融机构纷纷开始对次贷相关的产品做出减值准备要求，但美国国际集团方面则几无行动。在 2007 年第三季度财报中，美国国际集团为信用违约掉期所提税前减计仅为 3.52 亿美元。直至 2008 年年初，审计师指出美国国际集团的产品模型太过乐观，“存在实质性弱点”（material weakness），美国国际集团才开始重新审视这些信用违约掉期产品。

“如果信用违约掉期所对应产品不可能违约，为什么投资者还会购买信用违约掉期？矛盾显而易见，但在市场最好的年头里面，无论是结构性产品的设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计者，评级机构还是信用违约掉期产品的卖家，均对此视而不见。”上述人士对《财经》记者说。

进入9月中旬，美国国际集团的流动性随着市场大跌而迅速恶化，穆迪和标普调低了美国国际集团的信用评级。此前，美国国际集团曾向美联储寻求400亿美元的短期贷款未果，到9月16日美国国际集团需要筹措的资金量升至700亿~750亿美元。

虽然高盛和摩根大通两家银行尝试对美国国际集团进行救助，但市场的不确定性以及美国国际集团所持信用违约掉期头寸都让私营机构却步。9月16日晚上，考虑到美国国际集团在信用违约掉期市场上的地位及其保险业务的覆盖面，美联储再度出手。

不过，美国国际集团的危机尚不能宣告结束。美国国际集团既是房贷提供者，又投资房贷相关的结构性产品，风险敞口要比其他保险公司更大。虽然得到了美联储的救助，但美国国际集团可能还要面对房贷市场恶化的挑战。标普在9月20日的报告中对此担忧不已。

消失的独立投行

信用违约掉期同样也困扰着华尔街硕果仅存的两家投资银行——摩根士丹利和高盛。

除了对债券进行保险，信用违约掉期也常常会被对冲基金、投资银行等用于对赌某家公司的未来是否会破产，而交易者并不真的持有某家公司的债券。因此，一家公司信用违约掉期的价格常被视为公司破产违约风险风向标。

9月18日，针对摩根士丹利的信用违约掉期场外价格曾一路飙升至1 800个基点，相当于对应债券面值的18%，而2008年1月时仅为100个基点左右。高盛也已高达700个基点。在2008年3月贝尔斯登引发的信用市场危机时，该指数仅为300多个基点。

此前一天，两家公司股价暴跌。虽然摩根士丹利刚刚宣布了良好的三季度业绩，并且对投资者强调公司所有的强劲现金流和资本金，股价却依然下跌24.22%，收于21.75美元；高盛下跌13.92%，收于114.50美元。这是摩根士丹利与高盛有史以来遭遇的最严重的股价下滑。

面对投资者对两家投行不断流逝的信心，美联储越来越清晰地看到，依赖短期货币市场隔夜拆放融资的独立投行模式难以适应今天的市场，流动性危机随时可能爆发，贝尔斯登和雷曼的悲剧将一再重演。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 月 21 日，华尔街仅剩的两家独立投行终于走进历史。经美联储批准，高盛和大摩转型成为银行控股公司，这意味着两公司今后可吸收公众存款，并可长期使用美联储银行 90 天乃至更长时间的贴现窗口进行融资，以获得流动性。高盛将成为排在美国银行、摩根大通和花旗集团之后的全美第四大银行。

这也意味着二者除了受美国证监会监管，还必须受到美联储、财政部货币监理署（又称为财政部金融局，Office of Comptroller of the Currency）、联邦存款保险公司的多重监管。之前这些券商而较传统银行更少受到监管。

9 月 23 日，高盛终于获得了“股神”巴菲特所投的信任票。高盛发布公告称，将获得巴菲特旗下的伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）50 亿美元投资。这是巴菲特 20 年来首次投资华尔街的公司。同时，高盛还公开发行新股募集了另外 50 亿美元。这是 2000 年以来高盛第一次公开增发。

转型为银行控股公司的代价也是巨大的。按照银行业的监管规定，高盛和摩根士丹利多年来偏好的高杠杆率运作模式必须大大减小，它们高盈利率的时代一去不复返。

从 2003 年以来，投行如摩根士丹利和高盛，杠杆率从十几倍跃升为近 30 倍，同期商业银行如花旗银行，杠杆率仍只有十几倍。在市场繁荣的年代，这为其带来丰厚的利润。但次贷危机以来，不断的撇账和拨备使得投行的净资本迅速见底，风险急剧放大，这一点石成金的投行模式走到了尽头。

随着五大投行走进历史，华尔街正经历一次前所未有的大洗牌。值得注意的是，外国金融机构成为收购美国金融机构的主导力量，在改变着华尔街的面貌，日本更是成为最大的赢家。

英国第三大银行巴克莱银行，最终以约 15.4 亿美元的价格收购雷曼的北美核心业务；日本证券公司野村控股（Nomura Holdings Inc.）宣布购买雷曼兄弟在亚太地区（包括日本和澳大利亚）、欧洲和中东的业务。

戏剧化的是，这两宗收购有望使野村控股一跃成为全球最大的单一经营投行业务的机构。一位知情者告诉《财经》记者，“价格不是问题，关键是时间。同时还有其他几家有意收购雷曼兄弟亚太资产，但时间上没有野村快。”

9 月 22 日，日本最大的银行集团——三菱日联金融集团宣布，将出资收购摩根士丹利公司 10%~20% 的普通股。此前媒体报道对入股摩根士丹利都有过接触的中国投资公司和中信集团均未出手。“主要是价格没谈拢。”一位接近谈判的人士告诉《财经》记者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁是下一个？

雷曼破产引发的多米诺骨牌效应并没有结束。

9 月 16 日，美国 Reserve Primary Fund 减记了其持有的雷曼债券，使其净值跌破 1 美元 / 份，成为 14 年来第一只导致投资者亏损的货币市场基金。这引发了投资者对货币市场基金的恐慌，纷纷要求赎回。在之后数天内，有总计 1 500 亿美元货币市场资金撤离，占整个市场的 5%。

9 月 19 日，美国主要基金公司 PUTNAM 宣布，由于机构投资者赎回压力增大，决定将旗下一只规模超过 120 亿美元的货币市场基金清盘。

货币市场基金主要投资于一系列短期债券，包括政府债券、商业票据、回购协议和那些资产状况较好的公司发行的短期债券。

一般认为，货币市场基金比较安全，投资者主要是那些风险偏好低的个人和希望为资金寻找短期稳妥回报的机构投资者。但货币市场基金并不享受美国政府的保险，因此也不是一种可以保本的投资。

由于货币市场基金的资产规模高达 3.4 万亿美元，这类基金在为公司和政府提供流动性方面发挥了重要作用，比如可为银行提供隔夜资金来源。然而，随着银行在次贷投资方面的损失日益扩大，许多货币市场基金为银行提供贷款的意愿日益减小，随着这一向银行输入资金的资金池逐渐干涸，银行的融资成本增加了。

为了保障货币市场基金的流动性，9 月 19 日，美国财政部和美联储分别宣布新措施，为美国货币市场基金行业提供支持。美联储会同其他主要国家的央行通过货币互换的方式向货币市场注资，美国财政部也将提供 500 亿美元的汇率稳定基金，为货币市场基金行业提供担保。

这项救市举措却引起了商业银行的不满，因为投资者会把钱从储蓄账户中提取出来，转投回报更高且有保障的货币市场基金。

肇端于次贷市场的美国金融危机将把战火烧至何方，尚不得而知。一位华尔街投行人士对《财经》记者表示，如果危机进一步扩张，对冲基金和私人股权投资基金都会面临困难的时刻。因为过去数年，私人股权基金都是依赖向投行借贷进行杠杆收购，如今投行要降低负债水平，自身难保，私人股权投资基金的收购资金来源会大打折扣。

事实上，最新宣布破产的华盛顿互惠银行，令投资它的 TPG 损失惨重。2008 年 4 月，华盛顿互惠银行曾融资 70 亿美元，其中有美国私人股权基金 TPG 资本的 20 亿美元。该行破产后，TPG 发言人对《华尔街日报》表示损失将达 13.5 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于金融危机是否会扩散到实体经济，进而全球衰退，专家们看法不一。北京大学光华管理学院金融学教授帕提斯（Michael Pettis）对《财经》记者表示，金融危机对于美国实体经济的长远影响现在还看不出来。以往美国发生的若干次金融危机过后，对实体经济的负面影响通常只维持了一到两个季度。不过，短期来看，近来一些美国制造业企业甚至无法获得隔夜融资，说明实体经济已经受到影响。

《财经》特约经济学家谢国忠则撰文指出，美国经济正走向“硬着陆”。因为美国的消费中很大一部分是由信贷泡沫支撑的，而随着泡沫的破裂，消费信贷立即干涸，美国经济很可能将会出现 2%~5% 的负增长。

《财经》2008 年第 20 期　徐可　王真　陈慧颖　钱亦楠 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六篇

凶手与替罪羊

谁击沉了“无敌舰队”？

普林斯：新危机有什么不同

约翰 · 桑顿：华尔街不会消失

会计准则修改“刻度”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁击沉了"无敌舰队"？

独立投资银行第一次从华尔街全部消失，游戏规则会随之改变吗？

从2008年3月开始，华尔街最具盛名的投资银行的命运集体转折，除雷曼破产，其余均被整合进商业银行的监管框架。这些纵横捭阖、折冲樽俎的"蓝血贵族"，这些始终冲锋在金融最前沿、以风险和创新为生命线的华尔街巨子的变脸，对于整个金融世界的震撼可想而知。谁是此次危机的罪魁祸首，华尔街将向何处去，独立投资银行的消失将对整个金融世界带来何种冲击，成为此次危机中最令人困惑的话题之一。

在过去的五六年间，衍生产品的迅猛增长、高杠杆模式带来的丰厚利润，一度塑造了投资银行的黄金时代。

但是自贝尔斯登始，原来几乎只出现在商业银行的"挤提"忽然成为投资银行如影随形的杀手。从次级抵押债券到债务抵押债券，再到信用违约掉期，高流动性资产、风险对冲模型，在脱去神秘外衣后，似乎悉数变成了纸上谈兵。

投资银行在全部整合进商业银行后，会放弃原有的高风险高收益的商业模型吗？混业经营在何种程度上会改变游戏规则？这一切有赖于市场对此次危机原因的反思，也取决于监管原则的变化。

"旧有的商业模型肯定要发生变化，监管也会做相应调整。"高盛前联席首席运营官、现任清华大学经管学院客座教授的约翰·桑顿（John Thomton）并不悲观，"但是，原来推动华尔街发展的力量还会继续存在，创新、风险承担仍将是支持金融躯干的血液"。

工具错了吗？

华尔街危机最直接的凶手，显然是仍在不断贬值且严重缺乏流动性的次贷等衍生品。

"不能把原因归咎于这些衍生品的模型，主要是产品本身的质量出了问题，"石桥国际企业顾问有限公司（Stonebridge International）副董事长、花旗集团前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CEO 普林斯对《财经》表示，“就像炼钢一样，如果钢的原材料是坏的，最终产品也好不到哪里去。”

然而，正是投资银行和评级公司，当然还有住房抵押信贷公司和保险公司，一道把那些成色不足的“原材料”变成了市场的抢手货，并通过无限放大的市场交易量牟取了巨利。最终，讽刺的是，这场击鼓传花的游戏，受打击的不只是最后一个坏账持有人，而是几乎所有游戏参与者。

“简言之，次级抵押债券的设计者是把大量不具备足够偿付能力的贷款，通过打包和信用评级后，把其中的一部分变成具备更高债信的债券，从而发放到更广的投资群体中。在房地产泡沫扩张及流动性泛滥时，每个人都在赚钱，俨然一场完美的盛宴。但当盛宴戛然而止，所有曾经完美的设计都变成了推波助澜、雪上加霜的角色。”摩根大通中国区主席李小加解释称，“次贷打包证券化过程所犯最关键的错误在于，认为将 100 个次品通过分级优先偿付的原则就可以将部分次品变成正品，进而卖给许多本来只购买正品的投资者。而这 100 个次贷人在房地产价值滑坡及利率变化月付大规模增加时均会出现大面积违约，进而击碎了许多投资者对所购次贷债券虚构债信之幻想。”

这个游戏得以大行其道的宏观背景是，本世纪初网络股泡沫破灭后，美联储采用了长期低利率政策；加之亚洲金融危机后，东亚和中东国家大量持有美元资产，导致大量低成本的资金在美国金融系统内流动，诱惑了大量的资金进入房地产市场。因而一些不具备偿债能力的人也获得了金融工具的支持。

在次级抵押债券的基础上，更多的衍生工具被开发出来，从债务抵押债券、结构性投资载体到信用违约掉期，被人戏称为“一锅字母汤”。其核心均为通过信用增级和风险转移，创造市场需求，将非流动性资产转化为流动性资产，最终华尔街上的买方和卖方渐次从中获得中介费用和投资收益。

债务抵押债券是将许多包括房贷、公司债券在内的债务集中成资产池，形成现金流规模，然后根据不同风险进行分类证券化后打包出售。

结构性投资载体则一端通过发行短期商业票据融资，另一端用于投资债务抵押债券等组合。一般会由投资银行等大机构向结构性投资载体注入资本，使其票据融资成本低于债务抵押债券的收益，因而从中获取差价。名义上，设立者把结构性投资载体置于资产负债表之外，既极大地丰富了市场需求，增加了中介费用，又不过多承担风险。然而事后看来，这些表外业务因资产贬值产生的亏损，最终仍将由设立者来承担。

至于信用违约掉期，是一种基于公司债券或贷款的信贷衍生产品，债权人通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过互换合同将债务违约风险出售，购买者获得类似于保费的收入，但一旦债务人违约将承担清偿责任。

这些产品主旨均在于分散风险，其交易结构之复杂，模型之精巧，堪称现代金融工程的智慧结晶。然而究其根本，其价值仍维系于信贷资产（包括次级房贷）的初始现金流：一旦原始债务人违约，在此基础上产生的所有衍生产品则全无意义，而抵押品的价值远远不足以弥补投资者的损失。

更重要的是，衍生品与房地产的价格相互作用，房价越推越高，衍生品交易量无限放大，风险也最终积聚到毁灭整个市场的量级。比如抵押房贷支持证券，在 20 世纪 80 年代初期在美国债券市场上只有微不足道的份额，到 2006 年底已达到 6.1 万亿美元。2000 年，债务抵押债券市场的发行量几乎为零，到 2006 年，市场总规模将近 2 万亿美元。信用违约掉期最近十年的发展速度更是匪夷所思，到 2007 年年底名义市值已达到 62 万亿美元，几乎相当于当年的全球 GDP 水平，或美国 GDP 的 4 倍还多。

在日益增加的通胀威胁下，美联储在 2006 年前后开始提高利率，最终刺破了房地产泡沫吹大的气球。当购房者发现房价下跌导致负资产（房产价值低于贷款余额）时，纷纷一走了之。房贷相关证券迅速被市场摒弃，整个资产支持证券化链条陷入瘫痪。

更致命的是，市场的崩溃引发了恐慌性抛售，次贷等产品流动性急剧枯竭，价格螺旋性下降。一个标志性的价格是，2008 年 6 月，美林在出售其证券化产品时，1 美元的资产只卖出了 22 美分。各金融机构相互践踏，终于酿成一损俱损的金融危机。

高杠杆之累

衍生品工具的失控只是危机的表征，真正导致投行濒临绝境的，是其高杠杆盈利模式的内在缺陷，以及风险控制文化的缺失。

近年来，投资银行的业务重心纷纷从传统的经纪和投行业务向自营交易（Proprietary Trading）转移。以高盛为例，1997 年该行投行业务收入为 26 亿美元，而交易和直接投资创收 29 亿美元，二者难分伯仲；然而到 2006 年，投行业务上升为 56 亿美元，交易和直投收入猛增至 256 亿美元，分别占总收入的 15% 和 68%。换言之，传统的经纪和承销业务所占比重大幅下降，而收入和利润主要来源于交易和自有投资。

老式投行业务以收取佣金为盈利模式，风险固然小，但是利润率也不高；自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业务用自有资本投资，将风险直接带到企业的资产负债表上。

与此同时，投资银行成为发起成立私人股权投资基金（PE）和对冲基金的主力之一。据美国报道对冲基金的 ALPHA 杂志的数据，2007 年全美最大的两家对冲基金分别是摩根大通资产管理基金和高盛资产管理基金（其前身是著名的高盛全球 Alpha 基金），分别管理 330 亿和 325 亿美元。而次贷危机的全面爆发，正是以 2007 年 8 月贝尔斯登麾下的两家对冲基金崩盘为标志。某种意义上，高盛并不比百仕通（Blackstone）更像投行；反言之，百仕通也不比高盛更像 PE。这种差别的模糊，既带来了业务范围的交叉，更代表了风险偏好的变化。

最后，交易不透明，且大量使用杠杆和衍生工具成为投行盈利的武器。高杠杆和缺乏透明度一直是对冲基金的代名词，然而为了追求超额利润率，华尔街的主流投行纷纷向对冲基金的商业模式看齐。自 2003~2007 年，美林的杠杆率猛增至 28 倍，也就是说，每 1 美元的资本撬动了 28 美元的资产规模。摩根士丹利的杠杆率增加到 33 倍，高盛也上升到 28 倍，而直到破产前，雷曼兄弟的杠杆仍高达 30 倍。这还不算结构性投资载体等表外业务的杠杆效应，事实上如果算上这些杠杆，华尔街投行的杠杆倍数可高达 50 ~ 60 倍！如果投行套用商业银行资本充足率的算法的话，它们的资本充足率约在 1%~2% 之间。

这种高杠杆率有着明显的双向放大作用：以 30 倍的杠杆，投资银行家可以用 10 美元做 300 美元的投资，只要有 3.3% 的收益率（接近于美国国债利率），投行就可以赚回本金；相反，只要损失超过 3.3%，本金就会血本无归。

更可怕的是，投资银行的融资来源，是靠信心和抵押物支撑的短期票据市场。通常是借了新债还旧债的滚动借债模式，由于规模庞大，环环相扣，一个环节也不能出错，才能保证庞大机构运营所需资金，俨然变成了一种借短债、放长贷的银行。由于并非传统意义上的商业银行，投资银行不受美联储监管同时也不受联邦存款保护机制的保护。

这种模式可能因两种原因陷入困境，一是很多债权凭证对应的前端借款人可能同时无力还债，而资本金不足以覆盖这些损失；二是短期票据对应的存款人在同一时间内要求提款，而机构短时间内拿不出相应数量的现金。这两种情况常常相伴而生，再加上市场上的做空力量推动，势去如山倒，以投资银行的资本金远难自保，从贝尔斯登到雷曼、美林，均是这一危机的牺牲品。

投资银行之所以敢于采取这种高杠杆模式，有两个基本原因。

其一是源于外部的监管缺失。投行的杠杆比例在现行监管框架之外，并不受《巴塞尔协议》对商业银行 8% 的资本充足率要求的约束。而投资银行家对建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于精美数学模型上的风险管理体系显然非常自信，只要不出现概率极小的极端事件，华尔街总有办法用各种信贷衍生工具把风险转移出去。

其二则更具本质性，在20世纪末投资银行放弃合伙人文化转为上市公司之后，投资银行的激励和约束机制都发生了巨大变化。“在上市之后，投资银行面临着巨大的利润压力，而现行的激励机制下，个人容易倾向于不计利润回报地承担更多风险。”桑顿认为，长远来看，那些倾向于承担风险的公司，诸如私人股权投资基金和对冲基金，最适合的公司形式还应当是合伙人制。

哈佛大学国际经济教授库珀认为，此次危机后，人们应当重新审视投资银行的公司治理机制，其中CEO和其他高管的薪酬待遇是应当首先考虑的问题。

另一位投资银行家在接受《财经》记者专访时坦言：“我们最需要反思的不是技术层面的问题，而是价值观的问题。投资银行的穷奢极欲、过分贪婪，最终引发了这场危机。”

无力的监管

尽管投资银行是此次金融危机中最为核心，损失也最为惨重的部门，但肇事者并非仅此一家。

“我不想为投行辩护，但是很清楚，这个链条上的每个参与者，包括投行、投资者和评级机构都有责任。”普林斯向《财经》记者表示。

问题仍然出在次贷、债务抵押债券、信用违约掉期等衍生品的生产线上。“由于整个产品链条都旨在转移风险，而非控制风险，所有人都并不对产品的风险真正负责。”李小加直言，证券化使中间机构能够比较容易转移其账面的风险资产，同时获取高额的利润，因此会过分依赖对风险的转移，而忽略对有关风险的信息获取和及时监控。加上一些保险机构也铤而走险，为这些债券提供保险。由于这些产品对各机构来说均属于表外业务，没有资本约束，所以顷刻之间就制造了大量类似的产品，也积聚了很高的风险。当其产品的实际违约率超过保险公司自身的资本金所能承受的风险时，就会面临破产结果。

这一链条在宏观经济环境保持不变的时候，是一个运转良好的加工车间，每个链条环节的机构都忙于转移风险和分散风险，增加自己的业务量好按比例收取中介费用，很少有人关心最初进入到这一车间的前端产品究竟是什么。

“问题在大家定义自己的工作时过分狭窄。每个人都只看自己的机构，没有看到整个系统。也许知道有系统风险，但没有人预计到事情会这样发生，发生如此之快。”桑顿称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位接近纽约联储的专家则指出，在次贷证券化的各环节中，存在着信息不对称和必要激励的缺失等问题，使中间环节的机构不能及时获取有关贷款审批过程和其他机构的行为的信息；投资者因而过分依赖评级机构，而忽略了评级机构本身也因上述问题无法对风险做及时有效的评估。

在这位专家看来，评级公司要负很大责任，“它们不够自律、放松标准甚至造假，导致市场为资产定价的基础信息发生错误”。

自 2007 年 8 月起，纽约州检察长就“华尔街银行是否向评级公司和投资者充分透露了相关借贷的风险性”展开调查。调查发现，在房市高涨之时，新世纪金融公司这样的抵押贷款机构降低借贷标准，让破例向低信用者借贷成为常规。之后，它们又以折扣价将这些债务转卖给承销商。按照惯例，华尔街承销商需雇用尽职调查公司来调查债务文件的特例、错误，以及是否违反借贷法。但受利益驱使，贷款机构和投行都在某种程度上有意忽略尽职调查公司提出的疑义。

自 2007 年次贷危机爆之初，评级机构就一直备受诟病。错误的数据假设、迟缓的信用级别更新导致了误差巨大的评级结果。更有甚者，许多评级机构对于“违约率”这一房贷关键数据，使用的居然是 2001 ~ 2003 年低利率环境下的历史数据。

进而有学者认为，机构之间存在着默契的“合谋”，认为评级机构受雇于投行，其与所评级产品发行方利益共同体性质，导致评级不够中立。

按市值计价（Mark to Market）要求金融机构每季度报告资产状况时按最新的市值计算，这导致银行们在房贷证券市场下行的时候必须及时大幅减记资产，由此导致巨大资金缺口，不得不大幅变卖资产和加大举债，在市场信心脆弱的时候，这加剧了银行的流动性危机。事实上，这正是贝尔斯登和雷曼流动性被迅速榨干的主因之一。

英格兰及威尔士特许会计师协会金融服务专业分会负责人库克（Ian Coke）则认为，人们需要最新信息进行投资决定。公允价值会计法则给了市场最新衡量财务状况信息。“但市场如何理解这些信息是另一回事。由于公允价值是在一个时点提供资产估值，银行和其他金融机构的管理层必须做出额外努力，帮助市场理解这些信息。”

此次危机的另一重教训在于，监管者意识到过于放任市场的恶果，因而改变金融监管体系的呼声日益高涨。

纽约联储主席盖特纳（Timothy Geithner）7 月 24 日在众议院金融服务委员会听证会上承认，近年的金融创新超越了系统能够衡量与限制风险的能力，超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越了系统管理证券化过程中激励机制的问题，以及通过信息披露提供透明性的能力。一旦证券化所基于的底层资产情况恶化，系统的漏洞就会放大潜在损失的不确定性，加大危机带来的压力。

其中一个重要的原因在于，金融创新的衍生品更多是在场外交易，从而在很大程度上绕过了监管。名义总值达到62万亿美元的信用违约掉期市场即在场外交易。类似的，由于结构性投资载体不出现在资产负债表中，出资成立结构性投资载体的金融机构常借此隐瞒风险。贝尔斯登危机爆发，便是由其设立的结构性投资载体的投资者挤提开始的。

从错愕中反应过来的政客们，纷纷要求加强对信用违约掉期市场的监管。9月22日纽约州长要求将信用违约掉期作为保险产品规范管理，证券交易委员会主席考克斯也要求立即规范这一市场。

从某种意义上说，这是一场猫捉老鼠的游戏，金融创新也是创新者与监管者博弈的过程。金融创新提高资本市场效率的同时也因其不可预期性带来了不稳定因素；而监管过多过死或可保持系统稳定，但也可能带来僵化并损失效率。如何保持监管与创新的平衡，是一道哲学难题。

普林斯向《财经》记者表示，危机后将会有新的监管关系和监管框架产生，多头监管的格局将会被整合。一直以来投资银行主要是由美国证监会监管，商业银行的监管者主要是美联储和货币监理署，保险公司则主要由州监管部门监管。

不过，“我们需要的不是太多监管，而是聪明的监管。”桑顿向《财经》记者说，“有一点是肯定的，当创新超越了监管与从业人员的能力时，好的创新就可能变成坏的创新。”

新投行时代?

随着高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，混业经营似乎成了投资银行的唯一出路。但是商业银行基于存款基础、投资银行基于风险承担的盈利模式和公司文化有着根本性的不同。如果以商业银行的监管要求来重整投资银行的财务结构业务，那么华尔街的“无敌舰队”就将从此沉没了吗？混业监管真的能够约束投行人员的冒险偏好吗？

按照美联储的相关规定，高盛和摩根士丹利将接受商业银行模式监管，需要满足《巴塞尔协议》的资本金要求。此举一方面增加了对投资银行的监管力度，另一方面通过降低其资金使用杠杆，加大资产基础，有助于降低投资银行的流动性风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过在市场看来，高盛和摩根变身银行控股公司，目的主要是为了方便紧急时从联储融资。亦有传闻称高盛早有获取商业银行牌照的意图，只不过借此次危机实现其目标，因而从本质上不可能改变其公司文化和风险偏好。

“在这一轮危机中，投资银行进行了太多自营交易，承担了超出比例的投资风险。从这个角度说，现有模式就算不是彻底破产，也是需要一些调整的。”桑顿称，高盛和摩根士丹利被迫转为银行控股公司，预计也要相应调整他们的商业模式，通过建立或者购并更具稳定预期的业务，降低资产负债表的杠杆，建立更广、更有深度的全能银行。

桑顿认为，这意味着高盛、摩根士丹利的净资产收益率会下降，要取得此前水平的盈利，需要动用数倍于以往的资本。“即便如摩根大通那样的全能银行，自营交易承担的风险也必须和其资产规模相对应，不能超越合理的比率。否则一旦出事，所承受的负面惩罚是不成比例的。”不过，混业经营能否真的实现风险控制的目的，在业内人士看来远非如此简单。普林斯就对《财经》记者表示，“在几个月前，大家还认为混业模式不行，现在风向又变了。风水轮流转，将来还很难说。”

桑顿则反复向《财经》记者表示，混业经营需要非常审慎的监管。一方面，全能银行有内部利益冲突的可能；另一方面，在风险控制方面，必须准备好对付“高风险小概率事件”的发生。

“监管者对于复杂相关金融体系必须有深刻了解，要事先模拟系统风险。坦白地说，让储蓄型、以信用为基础的机构同时从事高风险的自由交易，不是一桩好姻缘。因为即使在以储蓄为基础的金融机构里，有一部分可带来巨大风险损失的业务，也是无法承受的。”桑顿以美国国际集团为例，表示如果在业务板块里出现信用违约掉期这种“小而极深的洞”，即使像美国国际集团这样有着稳定资金来源的公司，依然存在着偿付风险。

库珀亦认为，混业经营并非对症下药。他向《财经》记者表示，这次金融危机主要说明针对金融机构的监管缺少力度，而非分业所致。此前取消分业经营的《格拉斯—斯蒂格尔法》，主要就是由于金融机构的游说所致，当时举出的理由是美国金融机构若只能分业经营，与外国混业银行相比缺少竞争力。“但允许金融机构混业经营增加了业务之间的利益矛盾，破坏了市场信任度。而市场信任一旦破坏，需要很长时间，甚至几十年才能重新建立起来。”

《财经》2008年第20期 吴莹 温秀 胜寒 等/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普林斯：新危机有什么不同

这次危机与以往不同之处在于涉及房产市场，这与以前的 IT 泡沫是不一样的。

尽管查尔斯·普林斯（Charles Prince）更愿意强调他目前的身份——石桥国际企业顾问有限公司（Stonebridge）副董事长，但世人总是不可避免地记起他的另一个头衔：前花旗集团首席执行官。在金融危机爆发之初，普林斯与美林的首席执行官奥尼尔，成为此次危机的第一批牺牲者。

2008 年 9 月来访北京的普林斯仍然在思考这一轮金融危机的起源、救援之策。曾经沧海的他，每一个结论显然都饱含着切肤之痛。

聚沙之塔

《财经》：在您看来，本次金融危机爆发的原因是什么？

普林斯：我觉得，住房抵押贷款中的次级抵押贷款，特别是 2006 年到 2007 年新增的此类住房按揭贷款触发了这场金融危机。从事后来看，当时发行的抵押债券质量非常差。在美国，对住房抵押市场的管制是非常宽松的，低质量的抵押债券违约率非常高。

2007 年中，人们看到违约比例明显上升。接着，评级机构调低了抵押债券的评级，这导致机构持有的相关证券突然出现巨大亏损。不断上升的违约率和评级机构调低抵押债券评级，又进一步加剧了危机。

《财经》：资产证券化过程为什么会出现失误，是监管出了问题还是银行的内控机制出了问题？

普林斯：那些被证券化的资产的质量在变差。我觉得证券化这个过程本身并不是一件坏事。我想，早期的次级按揭，也就是 2006 以前的那些，质量都不错。到后来对按揭的需求非常大，也就产生了大量的次级按揭贷款，那些资产现在回过头来看质量当然都很差了。设想一下，把一些原材料投入工厂，而工厂正是那个证券化的过程，一段时间内，投入的原材料的质量变得越来越差。最后，证券化加工出来的最终产品也很糟糕，我觉得这个问题在于开始投入了什么东西。美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国对于这些次级贷款的产生及其证券化的监管并不严格。

《财经》：*美联储和财政部救援行动是否太迟？7 000 亿美元的金额是否太小？*

普林斯：我不这么认为。当你身处其中时，你就不会做出这种判断。伯南克和保尔森遇到非常复杂的问题，他们拥有的关于贝尔斯登、雷曼兄弟和美国国际集团的信息非常充分。

我认为，我们必须相信他们的判断，虽然这不意味着他们的判断是完全正确的。但是，当我们将来充分了解他们现在拥有的信息时，就能更好明白他们的决策了。我非常尊敬他们，并认为他们在非常出色地履行他们的工作。

《财经》：*格林斯潘的低利率政策，导致过度流动性，被看成这场危机的主要导火索。7 000 亿美元的救援计划是否会带来更多的流动性？*

普林斯：对这个问题，事后判断会很容易。格林斯潘是个很聪明、很有能力的人，而且众人认为他的工作非常出色。现在，人们回顾过去，认为当时不应该按格林斯潘说的，或者应该还有别的办法。

但是，你不能忽视其他因素。过去有很多事情发生，你不可能因为改变了一件事，结果就有很大的变化。我不认为我们现在有过度的流动性。因此，我不认为 7 000 亿美元加剧了流动性问题的严重程度。我认为救援计划有助于改善流动性问题。将来，我们再看这个问题时，可能会有更好的判断。

重定规则

《财经》：*在这次危机中，投资银行风险管理哪里出了问题？*

普林斯：我不想为投资银行辩解。但很明显，投资银行、投资者以及评级机构，都应该反省一下，每个人都有错，时间会证明这点。我这么说一点也不是为投行辩解。投行只是规模庞大的市场中的一部分，大家一荣俱荣、一损俱损。

《财经》：*经过这次危机，高杠杆的盈利模式是不是要改变？*

普林斯：商业银行的杠杆率从来没有超过 30 倍。相反，投资银行的杠杆率一直都大于 30 倍，而且仅存的两家独立投行也转型成为银行控股公司。因此，这个转变的一个特征就是，高盛和摩根士丹利必须降低杠杆。不过，未来的情况很难预测，什么事情都可能发生。但有一点是确定的，在一段时间内，高杠杆不会受到投资者欢迎。

《财经》：*危机过后，对金融业的监管模式会有什么样的变化？*

普林斯：我认为，独立投行的消失，是监管模式要发生改变的信号。过去，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的金融市场是分业监管。投资银行的监管者是美国证监会、商业银行的监管者是美联储和货币监理署、保险公司则主要由州监管部门监管。现在看来，分业监管模式要发生转变。两家独立投行转变成银行控股公司，就是这个信号。

我觉得未来的监管模式会有很大不同，现在的分业监管模式应该会有所改变。看看其他国家，例如英国、日本和中国，监管模式都比美国更统一。我觉得美国未来监管模式可能会更近于统一化，至少比过去的分业监管要有所改变。

《财经》：全能银行真得有比较优势吗？

普林斯：这个问题很有趣。数月前，全能银行还被认为不可行。现在，全能银行却又受到人们的欢迎。在危机中，可以吸收存款有很大的优势。但我觉得，很难预测未来会是什么样子，因为监管模式即将发生变化。

《财经》：商业银行的监管对转型后的投行有何影响？信贷违约掉期需要监管吗？

普林斯：商业银行的监管方式是比较具体的。银行的监管者对商业银行的经营活动都做了详细规定。例如，监管者对商业银行的资本充足率就有很详细的规定。高盛和摩根士丹利转成银行控股公司后，其资本金的具体金额就会受到这些条例的监管。

现在许多人都谈到应将信贷违约掉期市场纳入监管。在考虑监管未来会以何种形式出现时，信用违约掉期市场的监管不可避免要被纳入讨论范围。

《财经》：这次金融危机是否意味着金融创新即将终结？这次与以往的危机有何不同？

普林斯：我不认为金融创新会结束。我希望将来新的监管模式，不要完全扼杀金融创新。在金融市场中，创新是非常重要的一环。人们不再寻找新的方式来做生意，是更加糟糕的事。我们应该看到金融创新好的一面，比如可以更快更好地服务客户，而不仅看到它有风险的一面，金融创新还是有正面意义的。

我觉得这次危机与以往不同之处，在于涉及房产市场，而住房是美国经济政策针对中产阶级的一个重要考虑因素，美国经济政策的许多方面都旨在帮助人们购买房屋，住房按揭贷款就是其中的重要部分。因此，这跟以前的 IT 泡沫是不一样的。但我认为美国经济非常坚韧，如果新一届政府工作做得好，改变经济的图景，我想政府救援计划的结果会是相当积极的。

《财经网》2008 年 10 月 13 日　沈明高　徐可　王维熊 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·桑顿：华尔街不会消失

过去推动华尔街前进的力量并没有消亡，以后还会继续发挥作用。

约翰·桑顿（John Thornton）的传奇经历使他成为华尔街的一个异数。曾经在高盛担任过联席首席运营官的他，最终将他的个人命运与中美关系绑在了一起。离开高盛之后，桑顿担任了多个社会公益性职务，其中一个是担任清华大学经管学院客座教授。

2008年9月24日，约翰·桑顿接受了《财经》记者专访，对于华尔街的惊涛骇浪，他依然十分熟稔。尽管承认金融市场犯了很多错误，但是桑顿认为，华尔街承担风险、主动创新能力并不会就此消失，目前只是需要更好的监管，而非更多的监管。

警惕小概率事件

《财经》：在很多人看来，我们所熟知的华尔街已经寿终正寝，你怎么看？

桑顿：从历史角度来看，风暴总会退去，生活还要继续。变革正在风暴中孕育，现在已经能看到某些苗头。不过现在这个时候，即使说我们所熟知的华尔街已经寿终正寝，还是有点言过其辞。过去推动华尔街前进的力量并没有消亡，以后还会继续发挥作用。

《财经》：那么推动华尔街的力量指的是什么呢？

桑顿：华尔街将自己视为世界的金融中心，一方面它的功能是为（经济）肌体造血，另一方面它是充满创新的地方。当然有的创新是好的，有些是不好的。

《财经》：这次金融危机到底是哪里出了问题？

桑顿：很多地方出了问题，最明显的有三块。第一，银行鼓励买不起房也还不起贷款的人买房子，导致的结果是随意贷出了很多钱。

第二，中介机构把这些贷款打包，当成安全的投资工具卖给金融机构和投资者，但其实并不安全。很多金融机构开始在资产负债表上大肆提高杠杆率。一旦房市下滑，（这些投资工具的）价值也随之迅速消失。根据会计准则，人们就得赶紧在资产负债表上进行减记，然后原本用来放大收益的杠杆开始放大损失。事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情由此变得一发不可收拾。在牛市里，人们变得太亢奋，做了些不该做的事情。

第三，金融创新过于复杂，已经超过一些监管者和专业人士的能力。我觉得这方面对中国来说是个很好的教训。

《财经》：*如果一定要问责的话，应该责怪谁呢？*

桑顿：每个人都有错。不过最应该责怪的还是那些在金融机构工作和管理的专业人士。因为他们是做出决定的人，而且他们是专家，应该做出专业的决定，但是他们做了很多错误的决定。除此之外，必须得承认监管体系已经过时，因此监管的可信度被分散，结果是没有任何一个监管机构尽到了自己的责任，这也使问题变得更为复杂。最后就是借钱太容易，金融机构又用这些很容易借来的钱进行杠杆交易。大家都认为这些最好的机构的管理层与专业人士是足够审慎的，（实际不是这样的）。

《财经》：*这里面，有多少是由于缺乏了解所致，有多少是由于疏忽失职？*

桑顿：问题在于也许大家对于自己工作的定义太过狭隘。他们只看自己的机构，而没有看整个金融系统。他们也许知道有所谓系统风险的存在，但没有人想到问题会这样爆发。当雷曼垮台，美林被出售时，高盛与摩根士丹利股价走得很低。那段时间的确令人震惊，但你也可以说，当贝尔斯登早早出问题后，应该有更多针对这些机构的预警。这也告诉我们，聪明人拖到最后制定决策的话，也许结果看起来就不那么聪明了。

《财经》：*听说多年前就有人对危机的爆发提出警告了，结果为什么没有人听？*

桑顿：这确实令人费解，不是吗？当所有人都顺风顺水，整个系统似乎能充分容纳风险。这时聪明人就开始想办法掌控风险、分散风险，灵活的系统是能够控制风险，但他们低估了情况翻转会有多快。

我觉得有时候股票经纪交易商承担了太多风险，相比他们的业务规模来说，他们承担了过多自营风险（proprietary）、交易风险和投资风险。从这个意义上来说，我觉得这个模式即便还将继续存在，也需要进行一些调整。

《财经》：*你是什么时候开始觉得投资银行过高承担风险会出问题？*

桑顿：至少有五年了。问题的种子早已埋下。剩下的两家独立投行——高盛与摩根士丹利，被市场力量所迫成为银行控股公司，我猜它们会被迫重新考虑它们的商业模式，建立或者购入市场更欢迎的有更稳定预期的业务，降低杠杆使用，开始打造更广泛、更强大、深入的全能型银行。即便成为这样的银行，比如摩根大通那样，自营业务风险也必须要和整体规模相匹配，不能过分膨胀。因为这些业务的本性决定了有出麻烦的可能，当麻烦发生了，你受到的惩罚是不成比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例的。

《财经》：*过去五年里，为什么投行没有调整过杠杆过高的问题呢？有没有什么深层原因？*

桑顿：首先，作为上市公司，每年每季度都有增长和盈利的压力，这是第一个压力。第二个压力来自激励体系，鼓励个人创造更多利润。如果得到这样一个回报，同时资本也没有那么贵，你就会开始为收入数字提高而承担更多风险，哪怕回报会稍微降低一点。这种模式大多数时候运作良好，一旦出问题就是大问题。

《财经》：*但是华尔街过去面临过很多风险，这次有什么不同？*

桑顿：如果你回头去看20世纪20年代和30年代，那时刚刚开始实行《格拉—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，把存款、信托和商业银行跟券商分开来了。90年代时他们摆脱了这一法案的约束。从根本上来说，让以吸收存款为基础的谨慎的机构去做高风险高波动的业务并不是个好主意。如果你是一家以吸收存款为基础的谨慎的机构，承担不起高风险且波动性大的业务可能造成的巨额损失。

比方说，我在高盛时，我们都非常担心会发生所谓“小概率事件”，这种事件看起来小但影响极深。发生的概率极小，但一旦发生就是大灾难。问题是这种事件的发生概率比人们预料中要频繁，而且发生后真是毁灭性的。举个例子，即便像美国国际集团这样的大机构，实际上就是由旗下金融产品的业务把整个公司拖垮的。

华尔街将向何处去？

《财经》：*针对危机暴露出来的问题，整个金融体系应该做什么样的调整？*

桑顿：如果我是监管者，首先会对监管银行的人员的资格进行更为严格的审查。我要保证这些人确实了解自己的职责。第二，在风险管理政策方面要进行干预，如果要混业经营，就要制定相应的规则。这样即使发生了小概率事件，也不会把整个系统拖垮。

我也认为，我们需要更清楚了解金融机构间错综复杂的联系。目前还没有人能看得很清楚。但我们必须做更多努力，了解风险如何分布，计划应对不同情况，用计算机模拟去看情况翻转后会糟到什么程度。这也说明了前面所说的一点，金融创新超越了监管者能力太多太多。当然，这些系统联系和风险本身非常复杂，所以上述这种超越从某种角度来说是正常的。

《财经》：*这次危机对于实体经济的影响会怎样？对于中国来说，这是否是一*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个进入美国金融机构的机会？

桑顿：一般来说，实体经济的危机会引发金融危机。现在的情况正好相反。金融危机扩散到实体经济了。所以很明显这场危机很严重，会令经济放缓。我估计美国经济2009年的增速会比2008年的小，到了2010年可能会有所好转，但是未来三四年情况不会太好。很明显，一旦推动世界经济发展的美国消费下降，其他地方也会造成影响。对中国来说，中国经济的增速现在是10%，就算放缓一两个百分点，也还是很健康的。或许这个增速对中国来说并不是件坏事。

目前有很多机构都需要融资。未来资本的两个主要来源是中国和中东。如果我是一家中国的金融机构，现在就会仔细观察向哪里投资。这种机会可遇不可求。如果中国机构能抓住这个机会，那么10到15年内，现在中国金融业的领军企业就会成为世界金融业的领军企业。

它们应该怎么做呢？一种选择是慢慢来，一个分行一个分行地开。某种意义上，这样非常谨慎，但无疑很慢。不过中国金融机构能不能用更快捷而谨慎的方式吸引全球人才，能不能在报酬方面做到有吸引力，这些是很难回答的问题，但无法忽视。

全球金融系统已经成为一个整体，美国政府不能仅凭自己的实力自救。因此，退一步说，拯救金融系统是为了每个人的利益，中国付出努力也是为了维护自己的利益。

《财经》：高盛和大摩变成银行控股公司后，谁将主宰华尔街？

桑顿：我想很明显是一种全能银行模式。我认为全球需要5到10家这种全能银行。没有一家能达到主宰的地步。未来10年里，其中一家应该是中国的，其他将分布在美国和欧洲。

《财经》：小型投资银行的未来如何？对冲基金和股权投资基金呢？

桑顿：对于小型投资银行来说，我觉得它们的风险非常小。它们往往比较聪明，所以它们不会被规模所累。至于对冲基金，我想会始终存在，而且行事方式跟现在差不多。现在有数百只对冲基金，多样化而且功能各异。我认为，当存款机构、信托机构等开始混淆职能的时候，就会出现问题。这些问题应该彻底解决或加以限制，至少要知道风险在何处。

而且我认为，纯粹的投资银行最好不要上市，其他承担风险的机构也是。因为当这些公司为私人所有时，花的是自己的钱，某种程度上可以规范其行为。一旦用别人的钱冒险，又有薪酬系统保证收入，就不一样了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机的启示

《财经》：这次危机后金融基础设施会有什么变化？如何保持鼓励创新与监管之间的平衡？中国监管机构应该从中学习怎样的教训？

桑顿：如果从历史的角度来看，我们往往会矫枉过正，变得监管过度，所以我们需要的是更好的监管，而不是更多。当然这种平衡很难保持，我们很可能会被迫接受更多的监管，但希望我们得到的是聪明的监管。

对于中国，这里面有几个很明显的教训。首先，最明显的是，中国其实跟外面的世界相互依存度是非常高的。随着中国越来越多地参与世界金融市场，中国必须加快自身培训和教育，并提高监管的水平。

第二，在金融机构改革和金融创新的步调上要保持谨慎。现在，中国的情况看起来还是非常好。不过根据我的经验，当事情看起来很好的时候，往往会犯大错。所以我想中国在让外国金融机构进入市场，引进新产品等方面应该三思而后行。如我们所见，在大多数人认为是最先进的市场，可怕的危机都不可避免。这是一个很好的教训。

《财经》：中国政府的巨额外汇储备应该怎么处理？

桑顿：即使没有这场危机，中国政府也应该慢慢地分散投资和风险。我觉得这件事得小心做，慢慢来。不要因为这场危机，中国政府就放弃美元，从而导致另一场危机，这对自己并不好。中国政府需要等待时机。当危机过去，慢慢将投资多样化。我相信他们会这么做。

我同时认为，这场始于美国的危机其实也造就了一个中美之间前所未有的交流机会。因为当美国处于现在的危机时刻，真的别无选择，只能向世界求助。这就使交流更为深入，也更为畅通。人们开始看到硬币的两面。我估计在美国解决问题的过程中，中国会有一些金融机构积极地参与。如果做得好的话，普通的美国人也会将其视为一件好事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计准则修改“刻度”

尽管国际会计界认为，病人发高烧时不应指责体温计，但最终妥协的力量还是占据了上风。

作为衡量企业财务状况的“温度计”，美国会计准则和国际会计准则在政治和舆论压力面前，最终选择了修改“刻度”，以平息全球金融危机带来的恐慌性抛售。

继9月30日、10月10日美国财务会计标准委员会（FASB）两度发布不活跃市场中公允价值的应用指南后，10月13日，国际会计准则理事会（IASB）火线修改国际会计准则相关条款，允许对非衍生金融资产进行重新分类，而且史无前例地将其执行日期追溯至7月1日，“粉饰”三季报的目的昭然若揭。

尽管国际会计界仍然坚持认为，所谓会计准则在全球金融危机中推波助澜的说法无异于在病人发高烧时指责体温计，但最终，妥协的力量还是占据了上风。

此后，香港、台湾等地区纷纷采纳新规，并表示这一改变将“让银行在金融危机中有一个喘息空间”。日本会计准则理事会（ASBJ）表示，将会密切注意全球会计准则的变化，并将随之检视日本的会计准则，帮助维持一个健康的资本市场。据一位韩国会计界人士透露，一些韩国金融业巨头也正在游说政府，希望政府采取类似政策，帮助其渡过难关。

然而，修改“体温计”本身并不能使“病人”的病情得到好转，由此可能带来的季报改善也无法掩盖金融机构背后的疮痍。

公允价值是“帮凶”？

2007年以来席卷全球的金融危机发源于美国，随后波及欧洲等地。为此，欧美两地的会计规则制定者美国财务会计标准委员会（FASB）和国际会计准则委员会（IASB）最先受到指责。

来自银行家和政客批评的“炮火”，主要集中在公允价值计量上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“公允价值”是指在公平交易中，熟悉情况的交易双方自愿进行资产交换或者债务清偿时达成的交易金额。其中，以市价为基础确定公允价值的方法，被称为“按市值计价”。如果市场不够活跃，缺少可参照的市价，则采用估值模型等技术确定资产或负债的公允价值，也叫“按估值计价”（mark to model）。

首次对公允价值给出详细规定的，是2006年9月美国财务会计标准委员会发布的《美国财务会计准则第157号公告——公允价值计量》（SFASNo.157）。国际会计准则也有类似的内容。

在正常的市场情况下，市价能够动态而合理地反映资产价值。然而，当市场情况演变成一场看不到尽头的危机时，这一估值方法似乎对金融危机起到了推波助澜的作用。

比如，原始价值1元钱的金融产品，变成市场参与者避犹不及的品种后，持有者可能以0.10元价格抛售，这意味着持有者需计提近9成的减值损失。但如果持有者选择暂不出售，未来市场行情好转，实际损失或许没有这么多。

更有观点认为，现有的公允价值计算方法，在金融风暴中加速了危机的传播。

“这意味着，只要有一家金融机构因为财务问题而折价出售了某类流动性不佳的资产，市场上的所有机构就都可能必须按这一低价调整所持这类资产的公允价值，从而引发连锁反应和恶性循环。”摩根大通中国首席执行官方方说。

这样一来，对金融产品是否应继续使用市值计价？对此，美国社会形成了两种截然不同的观点。

以银行家为首的阵营认为，危机中的甩卖价格无法客观反映资产价值，如以此为基础计算价值和减值准备，将给公司报表“火上浇油”，进一步影响业绩表现和投资者信心。为此，应将公允价值的计量方式改回以成本计价的方法，以稳定人心。

以准则制定机构和会计师事务所为首的一派则认为，在日新月异的社会，公允价值才是最能体现真实财务状况的计量方法。在次贷危机中，公允价值计量方式不仅没有“火上浇油”，反而让投资者尽快看到了最真实的情况。

德勤金融服务合伙人秦谊向《财经》记者强调，其实，公众质疑的焦点并非公允价值计量方式本身，而在于产生公允价值的过程，尤其在不活跃或者无秩序的市场上如何认定公允价值。因此，不应放弃公允价值的原则，而是要完善公允价值的计量方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国：90 天评判期

为进一步阐释如何在非常市况下应用公允价值，9 月 30 日，美国证监会和美国财务会计标准委员会联合发布了关于在不活跃的市场采用合理价值计量的指南，广泛征求意见后，又于 10 月 10 日做出修正。

不过，这些努力并没有改变银行家和政治领袖主导下的力量对会计准则的质疑。

9 月 30 日，60 多名美国议员组成的两党联合团体致信美国证监会主席考克斯，敦促美国证监会暂停公允价值会计准则。在 10 月 3 日最终通过的美国财政部救市方案中，也增加了相关规定，称美国证监会在认为对保护公众利益是必要和适当的、又与保护投资者利益相一致时，在符合《公司法》的条件下，可以暂停使用《美国财务会计准则第 157 号公告——公允价值计量》。

这一方案还要求美国证监会开展对市值计价方法对金融机构影响的研究，并在 90 天内将研究报告上交国会。

在研究中，美国证监会至少要廓清市值计价方法对金融机构资产负债表的影响、在 2008 年多家银行倒闭案中的影响、对提供给投资者的财务信息质量的影响、美国财务会计标准委员会设计这一会计标准的过程、对该标准进行修改的可行性和建议，以及是否有可替代的会计标准。

一位会计界人士表示，由于美国财务会计标准委员会隶属于美国证监会，换句话说，美国证监会本来就具有修改会计准则条款的权力；本次金融稳定法案之所以要重申美国证监会的权力，也充分体现了在国会的参众两院中，对于公允价值的去留尚未形成统一认识。

经过与财政部和美联储的协商，美国证监会表示，关于市值计价的研究将于 2009 年 1 月 2 日结束。

首轮圆桌会议将于 2008 年 10 月 29 日举行，重点讨论市值计价的方法与当前经济环境的内在关系，以及当前会计模型的改进和替代措施。参会人员将包括投资者、会计师、准则制定机构、监管部门、商界领袖和其他有关当事人。

多位国际会计师事务所的合伙人接受《财经》记者采访都认为，在 90 天的研讨期内，美国财务会计标准委员会尚未暂停使用公允价值条款，但很大程度上，已把不活跃市场下如何确认公允价值的责任交给了公司管理层。

一时间，公允价值原则的地位受到挑战。

“如果 90 天后美国国会做出决议，暂停使用公允价值条款，将无异于历史的倒退。”德勤中国北方区金融行业审计服务主管合伙人王鹏程向《财经》记者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表示。

“会计准则的目标之一就是真实反映公司财务信息，尤其在信息化的时代，公允价值更能体现资产尤其是金融资产的价值。改用历史成本计价的方式，将使会计信息失去意义。”他说。

国际会计准则转向

比美国证监会和美国财务会计标准委员会行动更为迅速、反应更戏剧化的，是应用于全球一百三十多个国家的国际会计准则制定者——国际会计准则委员会。

10 月 11 日，在国际财务报告准则亚洲年会期间，国际会计准则委员会主席特威迪（David Tweedie）曾坚称，公允价值计量方式是治疗的一部分，而不是疾病的一部分。虽然他认为目前的公允价值计量方式也有缺点，比如在某些情况下产生公允价值很困难，而且需要加强披露，这些困难都不是短期之内就能解决的，但他认为，从长期来看，公允价值将是唯一适当的计量方式。因为这一方法增加了会计信息的可比性，更好地反映了当前的经济环境。

然而，就在两天之后的 10 月 13 日，国际会计准则委员会突然宣布修改国际会计准则相关条款，允许会计主体在罕见情况下，可以对非衍生金融资产重新分类。

所谓非衍生金融资产，主要指股票、债券和贷款等。其中，对债券资产的重分类对当期业绩的影响最大，债券的重分类意味着如果公司有意愿且有能力持有到期，可以按分类当天的市价入账而不必随波动的市值计算浮动盈亏。

一位会计界人士向《财经》记者指出，国际会计准则委员会重分类调整的核心在于将亏损滞后反映。这对持有债券较多的金融机构影响最为正面，不但可改善业绩，还可降低补充资本金的需求。但根据国际会计准则委员会的要求，上市公司在重分类后还需在附注中披露相关资产期末的市值，“理性的投资者可以看到，部分资产的公允价值远远低于账面价值。”他说。

比美国更为激进的是，国际会计准则委员会认为，三季度全球金融市场的衰退，正好符合准则所指的“罕见情况”，允许执行国际会计准则的公司自 2008 年 7 月 1 日起执行新规。中银国际分析师程漫江指出，这意味着，这些公司可以将所持有金融产品的价格锁定在 7 月 1 日时的价格上，而不必为九十月间的全球市场暴跌进行减记，这将明显美化有关公司三季报的业绩。

此次国际会计准则修改之仓促，亦十分罕见。在正常情况下，IASB 修订准则需要首先发布草案，听取各方的建议，之后做出决定。由于当前市场的“迫切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求”，这一次，IASB 未按常规做事。对此，美国美国财务会计标准委员会委员 Tom Linsmeier 和 John T Smith 也表示无法理解。

国际会计准则委员会表示，之所以进行这样的修改，是因为美国会计准则的相关条款，赋予了会计主体在极端情况下进行重分类的权力，而国际准则没有涉及。为此，各方要求国际会计准则委员会考虑允许适用国际会计准则的会计主体也拥有类似权力。

国际会计准则委员会也承认，这一改变可能导致会计主体以此操纵利润，而且美国会计准则虽然具备这样的条款，真正允许使用的案例却极其少见。

《财经》2008 年第 22 期　宋燕华 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七篇

保尔森屈膝

激辩“保尔森计划”
为什么保尔森错了
为什么保尔森（可能）是对的
B 计划难救美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激辩“保尔森计划”

美国财政部和美联储越来越像华尔街的“佐罗”，在金融大鳄们临危的一刻出现，救其于将亡。

2008年9月24日，美国财政部长保尔森与美联储主席伯南克向众议院金融服务委员会就金融危机作证。美国总统布什于当日晚些时候发表关于国家金融危机的演讲，谈及7 000亿美元的市场救助计划，布什希望以此来稳定美国的金融系统。而国会很多成员依然对政府救市表示愤怒，他们认为这是用纳税人的钱来挽救华尔街自己犯下的错误。

在华尔街如大厦将倾之际，希望毕其功于一役的美国财政部长保尔森，表现得就像一位锲而不舍的推销员；他正竭力说服美国国会议员们，他所提交的总值7 000亿美元的援救计划，肯定是现在能想到的最有效方案。

据《纽约时报》报道，9月25日白宫为此方案紧急召开的闭门会议中，保尔森甚至向众议院议长、民主党人佩洛西屈膝，请求她争取她的民主党同僚支持这项方案。

保尔森的焦虑可想而知。9月26日之后国会就要休会，而9月23日、24日连续两天在参众两院听证会上的苦苦劝说看来都没能真正打动两党议员。救兵如救火，在保尔森眼中，华尔街乃至美国经济正处于“生死存亡之秋”，已无退路可选。

然而，更为吊诡的是，这项历尽曲折通过的“B计划”因时过境迁屡屡变更，最终并未按原计划执行。先是由收购不良资产转为注资，后来则干脆放弃了收购计划。金融市场每况愈下，保尔森笃信的救世良方并不能挽狂澜于既倒。

“救亡”政府

“这个计划我们内部已经分析了好几个月，我们也希望根本就不需要拿出这个计划。”听证会上，保尔森想告诉议员们，这一方案是经过深思熟虑的，并且十分必要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保尔森所言非虚。历经几个月来华尔街的一次次动荡，美国财政部和美联储手中可选的应对策略越来越狭窄。

半年前，濒于破产的美国第五大投行贝尔斯登向美联储求救时，美联储还能让华尔街"内部消化"这个问题——让摩根大通银行来挽救贝尔斯登。不过，美联储还是拿出了290亿美元的"无追索权贷款"（nonrecourse loan）给摩根大通做"定心丸"，保证它的收购后顾无忧。

但实际上，华尔街的防线已然洞开。贝尔斯登之后，金融风暴持续升级，以摧枯拉朽之势横扫美国整个金融体系。当人们还对贝尔斯登的败落心有余悸时，9月，持有或担保了近一半美国住房抵押贷款的房利美和房地美，也陷入困境。对于这两家本来就由政府担保的"政府支持企业"，美国政府出手相救自是责无旁贷。9月7日，美国财政部宣布接管"两房"。

"两房"接管话题未冷，一周后，雷曼兄弟申请破产的新闻成为头条，但这次美联储已无法像救贝尔斯登一样救它。虽然据报道，美联储也曾问过高盛和美国银行能否买下雷曼（起码是买下一部分），事实证明现在没有一家公司愿意或是有能力接下这个烂摊子。况且，美联储也认为贝尔斯登事件后，人们已经对业务结构颇为相似的雷曼兄弟的倒掉做好了准备，可以承受这个后果。况且雷曼不倒，难以对无视风险者起杀鸡儆猴之效。

雷曼兄弟可以不救，巨型保险公司美国国际集团则不能坐视不管。按照《财经》特约经济学家谢国忠的说法，美国国际集团便是美联储眼中的"猴子"，可儆不可杀。这个因为开展了大量信贷违约掉期业务而与许多金融机构有盘根错节的联系的保险商若倒闭，将对美国金融业甚至全球金融市场造成致命打击。因此，美联储决定为美国国际集团提供850亿美元紧急贷款，条件是持有该集团79.9%股份。

一次又一次的行动，不断刷新人们对于"史上最大救援"的概念；美国财政部和美联储在公众心目中的形象，似乎越来越像华尔街的"佐罗"，在金融大鳄们临危的一刻出现，救其于将亡。

但"佐罗"不是美国宪法为美联储和财政部设定的角色，因此，每个援助方案的出台，都伴随着很大的争议。

9月24日，美国财政部副部长麦考密克（David McCormick）接受《财经》记者专访时解释称，这一系列救援方案与缓解流动性危机所采取的注资行动、禁止短期卖空在内的举措一道构成了恢复私人资本信心、稳定货币市场和股市的三部曲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦考密克一再强调，采取的所有这些步骤都遵循两个原则——保证金融体系的稳定以及加强市场规范。对不同的金融机构采取不同的方式，有救有放，都是遵循上述两个原则。麦考密克举例，政府接管“两房”，是因为“两房”问题所引发的市场焦虑和不确定性。在这种情况下，美国政府决定向“两房”提供资本以消除其带来的不确定性，而放任雷曼兄弟破产，主要是因为它不会对金融部门带来系统性的风险。

“政府早应采取行动，早应有一个系统性方案，而不是头痛医头、脚痛医脚，一个个解决。”美国高盛集团前联席首席运营官、清华经管学院顾问委员会委员兼客座教授桑顿评论说。

疏通血管

当前的华尔街危机是个系统性的危机。“大萧条”之后的历次金融危机，都是以一家大的金融机构倒闭为“见底”的标志，但现在这个“规律”已经不适用了。黑洞深不见底，整个金融体系风雨飘摇，人人自危。

如果说美国经济是全球经济的中枢，美国金融业则是为这个中枢提供运转动力的动脉血管。如今，这些血管中的血液流通不畅，并非因为“贫血”。因为一年以来，掌握了市场流动性控制大权的美联储，已经费尽心思往市场中“输血”。

2007 年 9 月起，美联储连续七次降息，至 2008 年 4 月一共降低联邦基金目标利率 325 个基点，至 2%。即使 2008 年来通胀风险抬头，美联储亦不敢升息，6 月和 8 月的议息会议上均未改变利率水平。

但放松银根还不够。在市场紧张情绪的笼罩下，银行不敢轻易拆出资金，表现为银行间拆借利率远高于联邦基金目标利率。美联储只好额外“加餐”，新开融资工具支持金融机构的融资需求，包括以拍卖形式向银行提供短期融资的“短期标售工具”、旨在提高交易商融资能力的定期证券借贷工具等。2008 年 3 月救助贝尔斯登时，美联储更是新设立了面向 18 家“一级交易商”（Primary Dealer）的信贷工具，使其可以与存款机构一样在贴现窗口取得借款，且首次接受股票作为担保物。

现在的问题在于，这些动脉血管得了“血栓”：经济的血液——资金无法在这些动脉血管里畅通流动。保尔森说，自己的这项计划正是为了清除这些血栓，关键是重建金融市场信心。

保尔森这项总值 7 000 亿美元的救援计划并不复杂：由政府出资买下各金融机构手中因次贷危机而价值受损的房贷相关资产——还它们一个“干净”的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债表，一身轻松地去继续开展业务，让经济的血液重新循环起来。

“现在的救助计划真正触及了问题的根本。”花旗集团前首席执行官、石桥国际企业顾问有限公司副董事长普林斯对《财经》说。在这个时刻，信心决定一切。

效果之辩

所有人都会问，这个计划真的有用吗？全世界的金融学者们已经对此议论纷纷。

第一个要解决的问题是，用什么价格来收购这些资产。正如国际基金组织前首席经济学家约翰逊（Simon Johnson）及耶鲁大学法学院学生夸克（James Kwak）在英国《金融时报》撰文指出的那样，现在各金融机构有强烈动机高估这些资产的价值，在现有的银行会计准则下，它们很可能会在账面上把这些资产价格标高。这就是说，政府要达到“救援”目的，就必须用一个被抬高的价格来购买这些资产，至少这个价格会高于目前的市价——美林前不久卖掉了一部分次贷相关资产，价格为 1 美元账面资产卖 22 美分。

7 000 亿美元最终的出款人是美国 1 亿多纳税人——每名纳税人要为此担负 5 000 多美元。这不是一笔小数目。换个说法，这 7 000 亿美元，相当于美国 2007 年 GDP 的二十分之一，与美国在伊拉克战争的花费持平。

当然，后一个类比让保尔森很反感。他一再解释，伊战的开销是纯粹的“支出”，但这项方案的 7 000 亿美元是一种“投资”。因为随着金融市场信心恢复，政府买下的不良资产可能会升值，届时再将资产卖出，就可获得投资收益。

但是，如果政府的买价本来就相对偏高，何以保证将来能以更好的价钱卖出呢？政府又凭什么把所有的纳税人都拖下水，来做这一笔“亏本买卖”呢？

当然，还可能有其他的方式确定价格。保尔森提议通过“反向拍卖”（reverse auction）来发现价格，也就是由卖方（美国政府）提出要收购哪种类型和级别的资产，买方（持有这类资产的金融机构）竞价，低价者得标。

保尔森强调，拍卖的一大好处就是为这些不良资产创造一个“市场”：现在各金融机构之所以被不良资产套牢，就是因为这些资产现在没人想要也没人敢要，没有一个可以流通的市场。

一直与保尔森“并肩作战”的美联储主席伯南克，则以一个经济学者的身份给国会议员们“上”了一堂市场估价课，告诉他们这个方案好在哪里：一个是市场恐慌期的“大甩卖价格”（fire-sale prices），一个是“持有到期价格”，前者肯定要远低于后者。该方案创造出的这个市场，恰恰能够提供足够信息，确定这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个持有到期价格，从而避免现在因为“大甩卖”不良资产推动的“资产甩卖”和“进一步减计”的恶性循环。

尽管“听上去很美”，伯南克所谓的“持有到期价格”还是玄之又玄。约翰逊和夸克的文章中也说，这种通过特定模型来确定价格的方式，必然受限于假设条件的设定，而很难保证这些假设条件能够适应多变的现实情况。

考虑到资产形式的多样，想必实施时也不会全都按照一种方式确定价格。也许还可以通过政府官员与金融机构谈判。但是，美国芝加哥大学商学院金融学教授津加莱斯批评道，政府在资产估价方面会更拿手吗？不会。一个政府官员和一个饭碗快打破了的银行家谈判，谁占上风一目了然。

美国普林斯顿大学经济学教授克鲁格曼在《纽约时报》上评论道，目前市场僵局的真正症结在于金融体系需要更多资本金。如果政府打算为那些金融机构提供资本，就必须给予出款人这些公司的股权，才能保证这项计划成功后收益不被那些本来要为危机负责的公司高管们独享。他认为，“两房”的接管正是这一模式，而接管后按揭贷款利率的下降，则是这种做法有效性的证明。参议院银行业委员会（Senate Banking Committee）主席多德（Christopher Dodd）提出的一套与保尔森竞争的方案，恰恰体现了克鲁格曼的这个想法。

在多德的方案中，政府买下不良资产的同时，也获得该被救助公司的认股权证，这样就使政府（以及纳税人）有权分享该公司未来的盈利；若是非上市公司，则获得优先债权，一旦公司破产，政府也能在其他债权人之前先获得偿付。

但保尔森不认为这个方案比自己的好，理由是，以股权或债权为代价来进行这场救援，可能对很多金融机构而言就没什么吸引力，激活市场的效果将大打折扣，而且那些股权被稀释了的公司股东未来追加投资的积极性也会降低。

保尔森也不同意参议员舒默（Charles E. Schumer）提出的先投入 1 500 亿美元，3 个月后再议是否进行下一步融资的提议。因为“药力”如果不够猛，对于重建投资者信心于事无补。

质疑重重

关于资产定价和公司治理的问题可以先按下不表，保尔森现在面临的是参众两院的议员，要说服他们，“政治智慧”也许更为重要。

议员们质问，是那些“华尔街精英”经营不善才酿成了这场金融危机，凭什么要让全体纳税人来负担？这场金融危机的肇事者们——那些华尔街高管在过去几年中不顾风险加剧，容忍公司财务杠杆率一再加大、金融衍生品越做越复杂，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以致最终根本无法判断其价值建立的根基。市场繁荣时，他们每年获得巨额高薪，如今市场崩塌，就让他们“撑着金色降落伞溜掉，而把巨大的账单丢给普通纳税者”吗？

因此，降低华尔街高管薪资水平在议员中的呼声也很高。共和党总统候选人麦凯恩也曾在一次竞选活动中说，那些得到财政部救助的公司的高管，薪水不能超过政府公务员的最高薪酬水平（美国总统年薪 40 万美元，为全美公务员薪酬之首）。

让议员们极不放心的一点，是这项方案赋予了财政部无与伦比的权力。方案规定，只要财政部长认可，财政部可在该法案生效后两年内的任何时候，通过指定的代理机构进行各种相关资产的交易，只需在交易开始后的三个月内向国会报告，此后则半年通报一次。而财政部被赋予免于被起诉的权力——无需为这些操作负法律责任。

议员们对这般不受制约的权力简直要拍案而起。多德责难道：“不仅我们的经济有风险，财长先生，我们的宪法也有风险了。”

加强此项计划的权力监督是两院议员们的共识。多德提出的方案中，包括成立一个五人小组来监督财长的决策行动，成员可以包括美联储主席、联邦存款保险公司主席和美国证监会主席。

保尔森这项方案能否通过，在参众两院中均占多数的民主党议员的决定很关键。眼下正是美国大选临近的关键时刻，民主党也欲借此时机攻击布什总统领导下的共和党政府的过失，并为自己所代表的中下阶层争取更大利益。民主党议员们提出的一项附加条件就是，在方案中加入直接惠及广大面临房产止赎的房主的条款，减轻贷款买房人的负担。民主党总统候选人奥巴马也提出一项总额 1 150 亿美元的经济刺激计划，包括对中产阶级减税和加大基础设施建设。

市场在焦急等待中动荡。美国总统布什在 9 月 24 日晚的黄金时间电视演讲中呼吁对此计划的支持，因为这“不是拯救某一个公司或某一个行业，而是拯救美国的总体经济”，并在 25 日邀请麦凯恩和奥巴马到白宫共商推进此方案通过之良策。是日白宫举行了一天的闭门会议，传出的消息颇富戏剧性，午间，有议员称已对该方案框架达成基本一致，半日后，又传出共和党议员欲提出一个“自由市场”式方案取而代之。这项救援计划的通过顿时疑云重重，这才有了开头保尔森屈膝一幕。26 日，布什总统召集两党员继续协商，且各方均表现出极大诚意愿尽快达成一致。

直至 10 月 3 日，这一方案在几经修订后才获得最终通过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长远忧虑

保尔森计划通过后，远非一劳永逸。

目前，美国联邦政府的预算赤字已经达到4 800亿美元，假设这7 000亿美元将全部在明年内通过发行政府债券取得，赤字水平将达到GDP的7%以上。目前两党候选人的竞选纲领中都包括减税一项，区别只在民主党候选人奥巴马倾向于为工薪阶层减轻负担，共和党候选人麦凯恩则更想照顾到大企业。这意味着联邦政府税收收入可能还要进一步减少。回顾美国历史，即使在以减税和加大公共开支著称的里根总统当政期间的1983年，赤字率也仅达6%。

如果美国政府大举发行国债为此筹资，结果很可能是美国国债的价值下跌。现实的问题是，若没有人愿意购买债券（无论是本国还是外国投资者），美国可能被迫采取印发钞票的无奈之举。届时，如《财经》特约经济学家谢国忠预见，将引发恶性通货膨胀，美元的世界储备货币地位亦岌岌可危。他主张美国联合中国、日本等持有大量外汇储备的国家共同应对这场可能的危机。

当然，这只是最悲观的一种设想。1992年诺贝尔经济学奖得主、美国芝加哥大学教授贝克尔（Gary Becker）就认为，这场危机给美国经济造成的影响不至于太糟，毕竟，目前美国的GDP还没有出现大幅放缓，失业率也仅上升到6.5%，远好于20世纪30年代的大萧条时期。况且此项救援计划可能确实会带来收益，20世纪80年代金融危机期间，美国亦接管了许多储蓄银行，并没有遭受很大损失。

高盛公司的美国经济研究报告认为，虽然目前美国金融市场正遭受严峻考验，但还没有足够理由改变先前对美国经济景气的预测，他们仍认为美国2008年GDP增长将在2%左右。

《财经》2008年第20期　黄山　张翃/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么保尔森错了

最大的风险是，少数融资者的利益将损害资本主义的基本运作。从资本家手中拯救资本主义的时间到了。

当一个营利性公司大量负债的时候（比如1985年美国成品油零售商Texaco被判向竞争对手Pennzoil赔付120亿美元），解决方案并不是由政府用一个抬高了的价格来购买它的资产，而是在《破产法》的第十一章里——破产保护。根据该章，业务根底雄厚的公司，大致上可以以债换股。撇开原来的股东，原来的债务转为股权，这些股权就构成了一个继续运作的新的资产结构。还有一种选择是，债务人可以通过减低债务面值来换取一定的权证。

即使是在《破产法》第十一章诞生之前的20世纪初，以上这些手段也被用于处理大型铁路破产事件。那么，为什么不用这一相当完善的手段来解决金融部门现在的问题呢？

无暇进行破产程序

很明显，答案是我们没时间。

第十一章规定的程序总的来说都又长又复杂，而这场危机时至今日，时间就是生命。谈判可能一谈就是几个月，这对我们来说太过奢侈。然而，我们处于这样一个异于寻常的时代，政府已经采取了前所未有的措施，而且准备采取更多。就像拯救美国国际集团和禁止对金融股票的所有卖空操作还不够似的，现在，财政部长保尔森建议通过一种清算信托公司（RTC），用纳税人的钱，买下金融部门那些不良资产。

但是，代价是什么呢？

如果银行和金融机构发现再融资（比如说，发行新股）有困难，这是因为私营部门现在对于其投资组合中的资产价格很没把握，它们不想花冤枉钱。

相比之下，政府更善于给这些资产估价吗？不会。一个政府官员和一个饭碗快打破了的银行家谈判，谁在定价方面更占上风？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保尔森的清算信托公司将溢价买下那些不良资产，从而创造出一个慈善性机构，为富人们提供福利——纳税人来付账。如果这个补贴足够大，它就能成功终止这场危机。

但是，还是那个问题，什么代价？

答案是：纳税人数十亿美元的钱，还有，更糟的是，对资本主义根基——谁收益，谁就要承担损失——的违背。别忘了1989年的储贷危机，当时政府必须援救那些金融机构，是因为它们的存款是由联邦政府承保了的。但这次，政府并没有必要援救贝尔斯登、美国国际集团及其他将受惠于保尔森的清算信托公司的金融机构的负债人。

另一种选择

既然我们没有时间走申请破产保护的程序，也不想要援救所有的债权人，几害相权取其轻，就是学习法官们在那些富于争议又冗长的破产过程中的做法。他们会强制债权人执行一项重组计划，这将包括部分债务的减免以换取一些股权或权证。这样的做法早有先例。

大萧条时期，许多债务合同都与金价挂钩。所以当美元被中止兑换黄金时，这些债务的价值就狂飙，许多机构都岌岌可危。当时罗斯福总统领导的政府宣布这一条款无效，等于强制性地进行了债务减免。而且，最高法院也维持这一决定。

我的同事，也是现在美联储的理事科斯纳（Randall Koszner）研究了这一段历史，并说明了，在最高法院对这一决策进行支持后，不只是股价，就连债券价格也猛涨。这怎么可能呢？就像那些公司财务专家过去30年里一直在说的，资本结构里债务过多、资产过少将会带来实实在在的代价。减免债务面值，不仅能使股东获益，也会使债务人获益。

如果债务减免对股东和债务人都有好处，那么债务人为什么不自愿同意呢？

首先，有一个协调的问题。

虽说每一个单独的债务人都会从债务面值削减中获益，但如果坐等其他人减值而自己不这么干，就有可能获益更多。所以，每个人都在等别人先动，结果自然就是拖延。

第二，从一个债务人的角度看，政府出手援救要更好。

所以，任何关于政府援救的传言都降低了债务人行动的动机，使得政府援救越发必要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和大萧条时期及其他很多债务重组的例子一样，当下，在金融部门中实行部分债务减免或债转股都是有意义的。这样一个经事实检验的策略具有许多好处，也让纳税人无须插手。

但如果这么简单，为什么没有专家提到过它？

向多数人征税，让少数人受益

金融部门里的大玩家们不喜欢这种做法。对于金融业来说，由纳税人出钱来进行援救，要比让他们承担自己的痛楚更有吸引力。强制实行债转股或是债务减免，对于私有产权的违背不会比一次大型援救行动更大。保尔森的解决方案的吸引力在于，它向多数人征税，而让少数人受益。而这些多数人（也就是我们纳税人）很分散，我们无力在国会山组织一次有力的斗争。金融业则在各个层级都有很好的代言人。看看财政部就知道了，过去 13 年中有 6 年，财政部都是高盛的“老乡会”。但是，作为金融方面的学者，这方面的沉默也是我们的责任。就如要让一个医生在另一个医生误诊的案子里作证很难一样，不管这个案子有多恶劣。两党内的金融专家都对他们所研究和就职的这个行业太客气了。

拯救资本主义

本周末将做出的几项决策，不仅将影响美国经济未来一年的走向，更将塑造我们未来 50 年资本主义的框架。我们想要生活在一个利润被私自享有、亏损却要大家共担的体系里吗？是要生活在一个纳税人的钱被用来救助那些破产的公司的社会里，还是生活在一个每个人为自己的决定负责，不谨慎的行为受惩戒、谨慎的行为则受奖励的社会里呢？

对于像我一样强烈信奉自由市场体系的人来说，眼下最重大的风险就是，少数融资者的利益将损害资本主义体系的基本运作。从资本家手中拯救资本主义的时间到了。

《财经网》2008 年 9 月 23 日 原文为英文，发表于 www.voxeug.org

作者路易吉 · 津加莱斯为美国芝加哥大学商学院金融学教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么保尔森（可能）是对的

保尔森的史上最大一搏，将如何发挥效用，为什么可能不会让纳税人付出太大代价？

首先，让我表明我的立场。那些银行犯了弥天大错。

虽然许多严肃的经济学家多年以来一直在警告，信贷膨胀和房价泡沫的结局可能是眼泪，但是被贪婪和短期技术分析蒙住了眼睛的银行家们仍然一往无前。一年多前，当他们鲁莽创造出来的借贷和证券化的混合物当着他们的面爆炸时，他们就开始闪烁其词，然后在拖着经济向下走的同时，指望着有人能把他们援救出来。救他们无异于犯罪，将来保证还会有更可怕的危机。结论是，不见血不罢休。

话虽这么说，但是为了惩罚他们就眼看血流成河，还是有点傻。银行不是石油公司，石油公司如果破产了，从定义上说，这是因为它的负债超过了它的资产。破产之后，它的资产还跟之前一样值钱——石油在地底下藏得好好的，炼油厂和加油站也还那儿站着。

但是如果一家银行破产了，它的资产就全毁了。破产意味着它的负债也全毁了，而这些负债恰恰是别的银行以及数以百万计的倒霉民众的资产。正因如此，银行挤兑比在加油站排长队等加油更为常见。当然，如果有耐心的话，不管是资产还是负债都会重新升值，但是与此同时，金融系统也受到了损害，结果是信贷动乱引发经济危机，没人能躲得过。所以，不能把那些大型的系统性的金融机构一股脑都交给破产办公室处理。避免信贷动荡应该是每一个人的首要责任。

要见罪人之血，加以鞭笞是不行的，要做的是一场外科手术。

保尔森财长显然已经试过了几把手术刀。

对贝尔斯登，他进行了“半援救”。

他“杀”雷曼兄弟以“儆”美林：这个最后的问题不会让纳税人来买单。

不过，次日，美联储和其他许多央行都大举放贷——大概是给了雷曼的债主们，以及那些认识到救援不在考虑范围之内的吓坏了的金融机构。

再下一天，他把美国国际集团实实在在地国有化了。

这并不是“援救”。美国国际集团的股份已经被摊得很薄很薄了，股东们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱已经损失殆尽。财政部会让这个“大而不倒”的公司继续运转，但此间它会陆续处置其资产。不管从哪个实用目的的角度看，那个旧的美国国际集团都已不再。

然后，最后一天，新的金融秩序建立了。保尔森造了一个“超级美国国际集团”——他提出要购买金融机构竭力要卖掉的所有不良资产。

这项计划的细节还不清楚，所以现在判断它是一次援救，还是更大的出血，还为时过早。一切都将取决于两件事：一是那个还未出世的清债信托公司将用什么价格来买下这些资产，二是这个清算信托公司会用什么价格来把这些资产卖掉。

目前的迹象是这些资产的购买将会通过拍卖的形式。这将会是逆向拍卖（也就是由买家列出想买的清单，卖家来出价），很可能是荷兰式拍卖（出价递减）。如果卖家对他们的财务状况有信心，或是足够聪明能够一起骗过保尔森，那么价格就可能接近买价，这就构成了一次“援救”。如果卖家惊慌失措，溃不成军，价格就会大打折扣。英格兰银行货币委员会前委员、伦敦经济学院教授布特（Willem Buiter）曾说，这些拍卖可能会逼迫卖家掀出底牌，透露他们真实的保底价。此言深得我心。

让我们假设一下，如果那些不良资产真的被大折扣收购，接下来会发生什么？

首先，那些卖方的金融机构将不得不承认它们的损失，这是它们一年多来竭力要避免走的一步。

它们一直争辩说，这些资产没有市场——的确，它们拒绝出售这些资产——所以找不出参照的标价，也没有一个客观的方法可以衡量它们账簿上的损失。这些拍卖最终将提供一个市场价格，不管它们会不会出售。因为所有的金融机构都必须向市场标出自己的资产，它们除了正式承认自己的损失将别无选择。它们要么迅速地再融资，这会稀释现有股份；要么就申请破产，这对股东来说更没好处。

这看起来还真不是“援救”，但它确实是。在我们下结论之前，还是来想一下故事的第二阶段。

第二，这个清算信托公司将会持有一个巨大的不良资产组合，但它不会急着卖出这些资产。

跟上次那个清算信托公司不同的是，这次多亏了有纳税人的钱，它可以花数年时间来出售资产。如果不良资产价值有幸上升，这个清算信托公司和纳税人就会因而获利，而那些卖出了这些资产的金融机构无疑就算不上被“援救”了。因为要说被“援救”了的话，就意味着这些金融机构成功地将不良资产以高于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格出售（花纳税人的钱），所以只有当不良资产的价格下跌的时候，才能说是被“援救”了。

因此，现在判断这些行动是“援救”还是“精明的大清扫”，都太早了。只有等到几年之后，这个还未出笼的清算信托公司谢幕的那一刻，我们才能做出论断。而且，自 2007 年中期以来，我们第一次能够眺望见这场危机的末尾，因为各金融机构要么迅速再融资，要么关张。在我看来，正是这点，使得保尔森这次尝试——可能是史上最大一搏——是正确的。

《财经网》2008 年 9 月 23 日　原文为英文，发表于 www.voxeug.org

作者为日内瓦高等研究院的国际经济学教授、货币与银行研究国际中心主任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 计划难救美国

7 000 亿美元援救计划只能短期提振市场信心；排斥来自非西方国家的投资，是美国解决当前问题的主要障碍。

美国政府紧急推出一套援救金融体系的措施。这些措施被称做 B 计划，其内容包括：(1) 成立一个政府机构，接管金融机构 7 000 亿美元的不良资产——这个数字还不包括援救美国国际集团、房地美和房利美（下称“两房”）支出的近 3 000 亿美元；(2) 给金额高达 3.4 万亿美元的货币市场基金提供担保；(3) 暂时禁止对近 800 只金融股的卖空。

这些措施挽救了市场，但是，幸福的感觉不会持续太久。B 计划不会扭转美国经济颓势。2009 年，美国经济增长将下滑大约 2 个百分点。长期而言，美国仍需理清如何支付危机导致的损失，减小实体经济与金融业的杠杆率，并找到非债务刺激经济增长模式。这次不仅是投资者的信心危机，美国经济的基本面也出了问题。

华尔街空前考验

雷曼兄弟申请破产保护引发金融市场剧烈震荡，美国政府不得不紧急出台 B 计划。一年前，危机伊始，美国政府就曾试图稳定金融体系。贝尔斯登倒闭时，美国政府劝说摩根大通购买它，并以美联储提供 300 亿美元接管部分不良资产作为激励。“两房”财务出现危机，美国政府接管了它们。到了雷曼兄弟和美林，美国政府劝说它们开展自救。但是，为寻找最有利于自己的交易（通常是能让老板升职的交易），这两家投行花了很长时间。看出它们自救缓慢的原因，美国政府决定“杀鸡给猴看”，让雷曼兄弟倒闭。但它没有让美国国际集团步雷曼兄弟后尘，接管了这家保险巨头。因为美国国际集团就是那只“猴子”。

但是，雷曼兄弟破产让已经脆弱的金融市场更加恐慌。养老基金等机构投资者重新思考这个问题：它们该和谁做生意。华尔街坍塌的谣言四起，使机构投资者已经准备从华尔街撤出。一旦机构投资者撤出，华尔街的金融机构将会大批关门。这也是为什么雷曼兄弟倒闭后，卖空者大量抛出高盛和摩根士丹利的股票。两大投行股票顿时疯狂下跌，感觉就像华尔街的末日来临。如果政府那时不采取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措施，美国金融体系可能真的会崩溃。

有一点很讽刺。华尔街孕育了对冲基金（卖空方），这次却差点被它害死。2001 年科技泡沫破灭后，对冲基金开始活跃。它们的成长很快，现在已经管理 2 万亿美元资产，而且大到可以与华尔街较量。这像是现代版《俄狄浦斯王》：对冲基金杀害了它们的双亲，占领了它们的王国。虽然政府的措施暂时拖住它们，但是，离悲剧结束尚早。

有的学究和政府官员们，对保尔森和伯南克处理危机的方式赞不绝口。我不太同意。因为他们没有理解这场危机的根源。这场危机标志着“格林斯潘债务王国”倒塌。华尔街贵族们通过将债务反复打包——它们被称为衍生品，每年获得数十亿美元收入。但是，政府不可能维持住这个大泡沫。危机过后，金融体系应会焕然一新。政府应该查封所有破产的金融机构，清理股东和债权人，迅速降低杠杆率，吸引国外投资，重建规模更小但生机盎然的金融体系。相反，美国政府却指望制造泡沫的人来解决问题。

大多数华尔街大腕们已经被开除了，但是拿着上百万美元的解雇金。可能的话，他们终有一天会受到惩罚。幸存的人，仍然不相信他们的成功是一个幻影，还继续维护着他们的王国。在泡沫中，只需要胆子大，就可以成功，而不需要聪明才智。但是，成功却让他们相信自己都是聪明人。这也是为什么他们结局如此悲惨——连他们都不能理解自己创造的金融工具。所以，政府援救这些人的努力一直没有收到效果。

美国政府采用拖延战术，是考虑到正在进行的总统大选。美国政府援救市场的行为，暴露出过去它们在经济政策上的决策失误。这会降低共和党候选人麦凯恩 11 月当上总统的可能。现在的市场形势，逼迫美国政府不得不采取行动。布什政府的援救行动，很可能让麦凯恩错失当选总统的机遇。

B 计划难担重任

B 计划如何实现呢？我认为它只会暂时提振市场信心。投资者幻想政府接管不良资产，麻烦已经过去，“正常生活”将重新开始。这种天真的想法很快就会破灭。谁来为这些损失埋单？政府会追究股东和债权人的责任吗？那些房屋贬值的纳税人能有钱来偿付这些损失吗？已经负债 10 万亿美元的政府，还能借更多的钱来支付这个大账单吗？

即便为不良资产的损失埋了单，美国经济的杠杆率仍然很高。重组美国经济需要大笔资金。2007 年，美国的非金融部门债务占 GDP 的 226%。十年前，这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字还仅为183%。同期，金融部门债务从占GDP 64%的水平上升到114%。因此，泡沫破灭后，真实经济可能需要开展股权融资，所需资金约为5.5万亿美元，相当于美国股市市值的三分之一。即便美国人可以勒紧腰带，提高储蓄率，来使股市繁荣，这个过程也太漫长，难让市场情绪平稳。美国可能需要借助外国资本，约占所需资金的一半。

美国金融部门可能必须减少5万亿~8万亿美元债务，来降低杠杆率。美国的不良资产也差不多有几万亿美元。其中，已经报告的损失超过了4 000亿美元。新的损失甚至远超过这个水平。危机开始前，总体损失已经接近美国金融体系的资本，因此，美国可能必须让债权人——以外国央行为主——成为它几大金融机构的主要所有者。2007年一轮集资浪潮，美国金融机构只将少数的股权卖给其他国家的主权财富基金。它们对这些金融机构没有任何控制权，当然对遭受的损失很愤慨。未来的融资模式里，美国的金融机构可能必须卖给外国人大量股权，使它们可以有更大的控制权。

解决美国危机，必须由那些外汇储备高达10万亿美元的国家参与——美国经济资本不充裕。一个折中解决方案，可能是用一种形式的债务替代现在的债务。B计划就是这种方式。当骗局无法继续下去，印钞票就成了唯一出路。这将最终导致美元体系崩溃以及美国出现恶性通货膨胀。全世界应该防止出现这样悲惨的结局。中国、日本、科威特、沙特阿拉伯、阿联酋等有巨大外汇储备的国家，应该同美国政府坐下来商讨，找到美国资产重组的方案。这些国家应将它们的美元债权，例如美国国债，交换成股权类资产，例如股票。

全球协力是关键

有序解决美国危机对全世界都有好处。如果美国通过印钞票来解决问题，持有美元资产的投资者就会受到损失，世界经济也会陷入无法想象的衰退。过去十年，美国不断提高的杠杆率促进了全球需求增长，从而推动了全球经济增长。它导致美国出现巨大贸易赤字以及美国贸易伙伴的巨额外汇储备。这些外汇储备循环回到美国，购买美国的债券，推高了它的杠杆率，刺激了需求增长。因此，美国贸易伙伴的巨额外汇储备和美国经济过高的杠杆，是同一枚硬币的两面。很难想象问题的解决方案不会需要多边同时参与。

美国需要改变对待外国投资的政策。排斥来自非西方国家的投资，是美国解决当前问题的主要障碍。

人们记得，中海油试图收购优尼科（Unocal）曾遇到巨大阻碍，迪拜港口世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界（Dubai Ports World）被迫撤出对美国的港口投资。如果美国可以成功地推进债务和股权转换，股权所有者应该是亚洲国家以及石油出口商。美国人不太适应这些国家成为其公司所有者，但是，他们没有别的选择。在对待国外投资者方面，美国应该向英国学习。

虽然上述建议对全世界而言会带来双赢局面，但是，它施行的几率很低。美国对自己的评价仍不太现实。美国是世界上最大的债务人，可它的行为却像最大的债权人。美国人可能需要经历更多的磨难，来改变态度。

美国不愿接受来自非西方国家的投资，最后只能依靠印钞票。美联储可以购买任何联邦政府发行的“废纸”，来弥补处理不良资产时的损失。这将导致较高的通胀率。当外国人抛售它们的美元资产，美元会崩盘。美国可能经历恶性通货膨胀和经济混乱。

虽然金融危机离结束尚远，但是，经济危机已开始悄悄向我们靠近。过去10年，高杠杆支持美国消费刺激增长的模式。美国需求中重要的一块，是由这个泡沫来支持的。当泡沫破灭，那部分需求也会消失。即将到来的衰退可能是50年来最严重的一次。2009年，美国经济增长会下滑2个百分点。

很多人可能对我的观点比较怀疑。一年前，当危机发生时，每个人都对最坏情况很担忧。但是，美国经济一直没有明显放缓。很多人认为，这是因为即便美元贬值30%，美国出口仍然表现良好。但是，出口不是美国最重要的部门。美国经济没有降低它的杠杆。美国的非金融部门的债务从一年前30.4万亿美元，上升到2008年中32.4万亿美元，同期，金融部门的债务也从15万亿美元上升到16.5万亿美元。经济和金融体系的稳定是建立在泡沫之上——不断用新的债务来覆盖不能偿还的债务。

市场的压力让美国不得不进行调整。就像1998年亚洲国家遇到的情形，美国必须减少债务。这表明，不会再有贷款来支持美国现在的巨额消费，美国房地产价格会加速下降。这两方面因素将引发经济大规模收缩，这会表现在失业率上。2009年，美国失业率可能上升到8%以上，这将进一步放大经济收缩。1997年，亚洲金融市场崩溃，在随后的1998年，它们的经济也大幅减速。美国在重复这个故事。

明年经济出现衰退，但复苏还遥遥无期。1999年，当时全球经济形势很好，亚洲国家让本币贬值，拉动出口强劲增长，经济迅速复苏。但是，同样的事不会在美国发生。欧洲和日本因为老龄化问题，需求疲软。新兴市场也没有成长到足够支持美国复苏的程度。在未来若干年，美国经济都会表现平平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界各国政府都在采取措施来维持金融市场的稳定，它们的效果不会持久。柏林墙倒掉之后，世界经历了一次空前的繁荣。全球化通过在世界范围的分工，刺激了产出增加。但是，房地产重要的一部分是负债泡沫。在泡沫时期，全球化的标志达沃斯论坛曾高度赞扬华尔街领导的金融资本主义。现在，这个模型不再可信。我们正迈入另一个世界。与过去相比，未来华尔街的工作不会像从前光鲜耀眼，不过比芸芸众生还是要好一些。但是，转型的过程是痛苦的。

《财经》2008年第20期 谢国忠/文

作者为杂志特约经济学家、玫瑰石顾问公司董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八篇

危机全球化，营救全球化

金融海啸横扫欧洲

富通解体

世纪大救赎

G20 峰会：迎接新世界

索罗斯：我们需要国际“资金池”

霍华德 · 戴维斯：政府能做些什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融海啸横扫欧洲

全球性的危机，需要全球性的努力来解决。是否需要一个国际性机构来承担维护全球金融稳定的职责？

2008年10月8日，一名伦敦记者手里拿着报道经济危机的报纸，头版刊登的是英国财政大臣达林的照片。

9月29日到10月9日，谓之“欧洲救助期”当不为过。欧洲六国政府通过拆分、变卖、收购、注资、接管等方式，总算使八家大型金融机构暂免直接破产。

迅雷不及掩耳，这场肇始于美国的金融危机已经使欧洲形势全面恶化。比利时最大的金融服务公司富通（Fortis）、英国最大的房贷银行布拉福德—宾利（Bradford-Bingley）、德国第二大房地产贷款银行Hypo Real Estate（HRE）、比法合资的德克夏银行（Dexia）……这些欧洲金融界显贵，要么因为资产质量遭疑而股价狂跌、资不抵债，要么因为货币市场冰封而融资无门、纷纷告急。

被欧洲领导人们埋怨为“全球瘟疫发源地”的美国，在危机笼罩的低迷情绪中更是越陷越深。无论政府救援计划通过，还是美联储加大流动性提供力度、降低基准利率，甚至甘冒独立性被质疑之虞直接染指商业活动，种种努力概不见效。道琼斯指数在不到两周时间内下跌逾20%，距所谓“崩盘”之定义仅一步之遥。

华尔街一幕幕悲喜剧让人目不暇接：五大投行已去其三的危情时刻，“股神”巴菲特50亿美元高调入股高盛；最后两大投行高盛与摩根士丹利蜕变为银行控股公司之后，商业银行界一场争夺战硝烟骤起，花旗与富国争抢美联，10日后以后者胜出告终；日本最大商业银行三菱UFJ亦趁势出击，入股摩根士丹利。

但华尔街的麻烦远远没有结束。10月8日美国政府宣布对美国国际集团再投378亿美元。华尔街仅存的投行高盛与摩根士丹利在10月9日、10日两天连续大跌濒临生死关头，说明这场危机的复杂程度还在超越人们最坏的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设想。

令人胆战心惊的是，实体经济病征日显：9月美国新增失业人口15.9万，从建筑业到服务业工作机会均锐减，让人很难对经济不陷入衰退再存幻想。

燎原势成

市场信心已经完全崩塌。

9月底，美国政府与国会之间对7 000亿美元援救计划的“讨价还价”，既给金融界带来“等待获救”的期望，也给市场一个“这场危机真的很严重”的暗示。美国的援助计划通过后，股市仍然大跌。

作为“最终借款人”的各大央行都已使出浑身解数，通过新增融资工具、与其他央行之间的货币互换等各种方式，为银行系统注入数以百亿计的美元、欧元或英镑，但难以满足所有银行的流动性要求。欧洲央行9月24日标售的三月期贷款，收到了3倍于标售金额的超额认购。

银行系统从央行取得的借款毕竟有限，银行间的相互拆借则是银行系统中资金周转的重要方式。但在信心稀缺的时代，借款的代价陡然升高。衡量银行间相互借款利息的重要指标——伦敦银行间同业拆放利率（LIBOR），已经脱离了正常情况下与官方基准利率贴近的路线，不断升高。

不但借款困难，以往银行进行短期融资的主要渠道——货币市场，也自美国政府让雷曼兄弟破产后陷入不安。

由于持有雷曼兄弟债券，美国历史最悠久的货币市场基金Reserve Prime Fund在9月16日的净值跌破1美元——这种一般被认为是最为安全的投资方式之一也开始赔钱了！这在货币基金的历史上仅有一次先例。投资者信心受到重大打击，对风险变得极其厌恶的投资者开始放弃共同基金和商业票据等货币市场主要交易品种，转向零风险的国库券。

在这种情况下，欧洲金融机构比美国同行受到的打击更甚。与美国同行相比，欧洲银行的贷款—存款比率普遍较高，许多银行此比率都大大超过1，其中德国的HRE是7.86（据美联储公布的数据，2007年美国各州银行的贷款存款比大部分都不超过1），亦即这些银行储蓄账户中的资金不能满足放贷的需要，它们更需要货币市场融资渠道的畅通来维持自己的正常运营状态。如果货币市场持续运转不灵，所有银行都有大麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重负难承

不同于作为投资银行的雷曼兄弟，欧洲这些以存贷款为主要业务的大机构，背后还有千千万万的储户。因此各国政府不可能任其“自生自灭”。但既然连这些实力雄厚的机构都难以自保，很可能政府门口将排起等待救援的银行长队。

这绝不是欧洲各国政府可以轻易许下的承诺。据英国《金融时报》统计，欧洲有 14 家银行 2007 年末的资产都超过了所在国当年的 GDP。近来颇受关注的苏格兰皇家银行（RBS）2007 年末资产总值为英国 GDP 的 126%；已经将本国三大银行收归国有的冰岛，接管的是 9 倍于其 GDP 的总资产。

“在最糟的情况下，冰岛的国民经济将和银行一同卷进旋涡，结果会是国家的破产。”10 月 6 日，冰岛总理哈尔德（Geir H. Haarde）通过电视讲话，向全体国民发出警报。这个北欧小国不得不向他国求援。惠誉等几大评级机构已经纷纷调低对冰岛的主权评级。

“一次救一个银行，这种方式不起作用。”10 月 1 日，以哈佛大学经济学教授阿森纳（Alberto Alesina）为首的 10 位经济学家就联名发表公开信，谏言由欧盟主导寻求一个系统性的解决方案。已有 327 名经济学家加入了该公开信的网上签名活动。

但近两周过去了，经济学家们还未见到自己的呼吁被采纳。大洋彼岸，几经波折才得以通过的美国政府 7 000 亿美元援救计划，面临的可能只是两个党派的争议；欧洲的事实却是，欧元区 12 国、非欧元区的另 15 个欧盟成员国以及其他欧洲国家各有各的考虑。

9 月 29 日，爱尔兰政府首先宣布，即日起到 2010 年 9 月，对国内银行的所有个人和企业储蓄，以及银行间债务实行无上限担保。此举惹恼了其他国家，纷纷指责其“以邻为壑”，因为其后果，很可能是其他国家的储户竞相将自己在本国银行的储蓄转移至更为安全的爱尔兰。

但谴责归谴责，形势所迫，其他国家政府也毫不犹豫地效仿。希腊、德国都宣布为国内所有银行的个人存款提供无上限担保，英国则把存款担保上限从 3.5 万英镑提高到 5 万英镑，其他国家如丹麦、瑞典、奥地利等，也都纷纷做出类似保证。

只要各国的担保条件不等同，储户就有可能“用脚投票”。于此，法国总统萨科齐邀请英国、德国和意大利领导人 10 月 4 日和 5 日在巴黎共商对策。其间他提出各国联手成立一个数千亿欧元的“泛欧基金”，但遭德国、英国的强烈反对，因为这样做的结果很可能是，这些富国要用自己纳税人的钱，为其他国家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

救助计划埋单。

在接下来两天的欧盟27国财政经济部长会议上，人们也没有等到期望中的欧盟级别救援方案。财长们商讨的结果，除了将各国存款担保下限统一提高到5万欧元一条具体措施，仅仅给出了几条近乎外交辞令的“普遍原则”。

欧洲各国经济关系再紧密，各主权国之间的利益冲突仍然存在。欧洲虽然有执行单一货币政策的欧洲央行，却没有一个“欧洲财政部”。因此，类似于美国7 000亿美元金援计划的援助方案对欧洲来说更难。

“我认为，在不知道拿出德国GDP的3%的钱能取得什么成果的情况下，没有任何必要把德国的钱放到这样一个计划里。”就在10月2日，德国财政部长施坦布吕克（Peer Steinbruck）在接受美国《华尔街日报》采访时，这样回答欧洲是否需要一个系统性救助方案的问题。

确实，要让欧洲各国提出一个类似美国的救援方案并不实际——它们的财政负担不起。美国最大银行美国银行资产负债表上的负债也不过美国年税收收入的一半，但德国的德意志银行负债却为本国税收收入的1.5倍，英国的巴克莱银行的这个比率是2倍。

此外，欧盟各国赤字率和债务发行量都受到《马斯特里赫特条约》的严格限制。虽然英国等已下决心全力救援金融市场的国家提议能否放松财政赤字不得超过GDP3%的规定，但德国和荷兰等国对此坚决反对。这一规则在它们看来，是保证低通胀和健康的财政状况的重要防线。

至于掌管欧元区货币大权的欧洲央行，事实上也受着美联储所没有的“隐形”限制。美联储并不需要为自己的资产不足而担忧，在其国家信用担保下，它在理论上可以为银行系统注入任意数字的美元流动性。但为15个欧元使用国制定货币政策的欧洲央行，股东却是27个欧盟成员国的国家央行，它的身后没有一个掌握同范围财权的权力机关进行支撑。就算欧洲央行要求它的股东也为其在欧元系统中提供流动性加以支持，仅使15个欧元国受益的方案，如何在27个股东之间划分责任比例？

英式救援

正当人们对10月7日结束的欧盟财长会议结果感到“意料中”的失望时，10月8日，英国政府给出了一个“惊喜”。

比起美国财政部长保尔森提出的救援方案，英国财政部这套救援方案显然得到了更多正面评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到银行系统紧缺的流动性，英国央行将设立一个总额2 000亿英镑以上的“特殊流动性计划”（Special Liquidity Scheme）。未来3个月内，英国央行将继续进行英镑贷款的标售，未来一周内进行美元款项的标售（有美联储的支持），且银行贷款的担保资产标准有所放宽。除此临时性融资工具，英国央行还准备于下周设立一个永久性计划来拓宽银行系统从央行取得资金的渠道，可能包括新开一个贴现窗口。

更重要的是，英国央行准备直接为银行注入资本金，条件是取得银行的优先股权，即可在普通股之前优先获得股息的权利，或是永久附息股（permanent interest-bearing shares，PIBS）股权。

充足银行资本，对于改善投资者对银行财务状况信心蔚为关键。英国政府已经取得了汇丰银行、巴克莱银行和苏格兰皇家银行等八家大银行的承诺，它们将在2008年年底前增加共计250亿英镑的核心资本——可以选择在私有部门融资，如果它们不愿被政府持股又有足够融资能力的话；如若不然，英国央行也已准备好250亿英镑，只要它们提出申请，就可以用优先股或永久附息股换取自己所需的资本金。

可以向英国央行提出这样请求的银行不仅包括英国注册的银行，也包括外国机构在英国的子公司。央行另有250亿英镑的准备，为其他所有银行提供资本金。各银行甚至还可以选择请央行协助它们通过发行普通股募资。

但央行也有条件，它将要求接受政府资本金的机构对纳税人的权益做出一定保证、对管理层分红有所约束，并承诺向小型企业和房屋购买者提供贷款支持。可见英国政府是从美国政府与国会之间关于7 000亿美元金援方案中总结了经验。

与现有央行措施主要聚焦短期流动性相比，英国央行还考虑到了中期流动性的提供。英国央行希望通过一家政府专门成立的公司，发行期限最长为36个月的、涵盖英镑、美元和欧元的无担保债务工具，但最终细节还有待与银行商讨后确定。英国央行将为这一措施提供最高2 500亿英镑的支持。

英国政府这套方案，显然对大西洋彼岸还在为7 000亿美元方案紧锣密鼓制定实施细则的美国政府起到了一定刺激作用。10月8日，美国财长保尔森在华盛顿的一个新闻发布会上称，财政部将最大限度使用被授权的各种工具，“包括加强各个规模金融机构的资本化程度”。

这是财政部将对金融机构直接注资换取股权的强烈暗示。这一美国国会在最终通过的救援方案中加入的选项，一度为保尔森所拒绝。

路透社也报道，一位与保尔森接近的美国财政部官员已表示，财政部最早将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本月底就实行第一笔注资。

促使一向奉行自由市场主义的美国共和党政府一改前辙的，可能是对一系列救援措施收效甚微的失望。在设计出短期标售工具（美联储 10 月 7 日已将这一工具在第四季度所能提供的流动性总额增加到了 1.35 万亿美元）、新开贴现窗口等各种新型的流动性渠道之后，实在很难想出，美联储还能再有什么手段提供流动性。为解货币市场瘫痪、银行和企业日常运作资金断粮的燃眉之急，美联储 10 月 7 日甚至宣布将直接买入商业票据。中央银行直接与商业活动产生联系，这在往常恐怕超出想象。

即使是 10 月 8 日令人咋舌的全球六大央行同时降息，目前看来也没能对市场信心起到明显作用。道琼斯指数只在消息公布后短暂小幅上升，其后连续下泻，至 10 月 9 日已跌破 8 600 点，比一年前下跌了近 40%。

在这样悲观的局面下，那些一度坚持自由市场哲学的美国政客，恐怕也没有太多的底气继续坚持。这场金融危机说到底，是信心的危机。如果信心得不到重建，任凭美联储投入上万亿美元流动性，或是直接购买商业票据，都很难给金融市场解冻。

《金融时报》首席经济学家马丁 · 沃尔夫（Martin Wolf）也发表评论，欧洲各国政府现在首先要做的是“救火”——对储户存款担保，以免出现挤兑这样对银行致命的打击；而在一定期限内的担保结束后，银行要取得储户的信任，关键还是有充足的资本金。在私人部门能力有限的情况下，政府投资就是最可行的方法。

同舟共济

时至今日，这场始于美国的金融乱局，已经不可挽回地发展为全球性的危机。

代价是血淋淋的。10 月 9 日，接管了本国全部的三家银行的冰岛，在未等到任何他国政府资金援助（包括俄罗斯总理普京曾确认过的 40 亿欧元）的情况下，冰岛克朗比一周前贬值超过 50%，而央行再也无力支撑——冰岛克朗的国际交易停止，成为实质上不具兑换性的“死货币”。冰岛股票交易所也已暂停交易。

这让人想到十年前的亚洲金融风暴：泰国货币泰铢失守后，其他东南亚国家也难逃一劫。冰岛企业和银行在整个欧洲都有不容小觑的业务，连锁效应在所难免。

全球性的危机，需要全球性的努力来解决。10 月 8 日，美联储、欧洲、英国、瑞典、瑞士、加拿大六大央行的联手降息，让人看到了朝这个方向发展的迹象。

但这是否足够？是否需要一个国际性机构来承担维护全球金融稳定的职责？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在十年前的金融风暴“善后”工作中，国际货币基金组织扮演了重要角色。但在今天的金融危机中，至今鲜见国际货币基金组织的身影。

观察者说，这一以稳定国际金融秩序为职责的国际金融机构的缺位，反映了该机构的能力不足以应对发达国家复杂的金融市场——如果说它能够把握发展中国家较为简单的金融体系的话。

据路透社报道，国际货币基金组织的特别行动小组实际已经进驻冰岛，但冰岛政府并不太情愿接受国际货币基金组织的援助，因为这必然带来许多苛刻的强制性条件。事实上，国际货币基金组织对韩国等亚洲国家的援助至今仍有争议：人们质疑国际货币基金组织强制受援助国家实行的各种条件，并不适应发展中国家的实情。

美国加州大学伯克利分校的经济与政治学教授艾肯格林认为，现在正是国际货币基金组织重新回到国际决策舞台的时候。他指出，国际货币基金组织应该做的，不仅仅是建立一个发达国家之间的多边磋商机制（美欧之间经济决策人士并不缺乏会面的时机），国际货币基金组织更应该挑起主导各国金融监管改革的任务。

诚然，不管是国际货币基金组织或任何一个现有国际组织，还是一个新成立的机构来主导，在美国松散监管下的金融市场引发的这场浩劫之后，金融监管改革势必成为全球讨论的热点。

国际货币基金组织总裁施特劳斯－卡恩（Dominique Strauss-Kahn）10 月 9 日表示，“高度的国际合作已经非常紧迫。”他甚至毫不客气地指责某些国家“以邻为壑”的行为，造成政府间信心的崩塌不逊于市场信心的崩塌。同日，世界银行行长佐利克（Robert Zoellic）则提出了将包括美国、英国、加拿大、法国、德国、意大利和日本的 G7 扩大到包括巴西、中国、印度、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非的 G14。

佐利克的“畅想”听来美好，但连已在一体化道路上努力多年的欧洲各国，都难以在危机面前及时达成一致行动，那么期望经济发展水平和政治状况各异、利益有所冲突的更多国家能迅速联合，可谓知易行难。

也许日本财务大臣中川昭一在 10 月 10 日的 G7 财长会议前的提议更为实际。据《华尔街日报》报道，他表示，将在会上呼吁国际货币基金组织设立一个为需要救援的国家提供贷款的项目，并表示日本已经准备好为此提供资金。

同舟共济的时刻或将到来。

《财经》2008 年第 21 期　张翃　张环宇 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富通解体

富通的解体，集中体现了欧洲市场的窘境。割据的欧盟各国无法迅速拿出稳定市场、控制系统性危机的举措。

2008年10月7日，布鲁塞尔，一位行人在富通银行的门前阅读有关金融危机的法文评论，标题是“在最糟糕的一天”。此前一天，法国巴黎银行（BNP Paribas）宣布将从比利时、卢森堡政府手中收购了富通比利时银行和富通卢森堡银行75%和66%的股份。

“对比利时来说，富通这样一个在全球拥有影响力的企业，已是往日的荣耀。”10月4日，比利时财经媒体《回声报》用沉痛的语气，报道了比利时政府无力挽救整个富通的遗憾。

10月3日，荷兰政府刚刚将富通在荷兰的银行和保险业务收归国有；10月6日，在比利时政府将富通在该国的银行和保险业务全数国有化后，法国巴黎银行宣布，将从比利时政府手中收购富通比利时银行75%的股份，并将在富通卢森堡银行的控股权益提高至67%。

这一系列交易几乎将富通的核心银保业务悉数出售，目前富通的主要资产，只剩下富通国际保险业务和一个现价104亿欧元的资产包。

富通的分拆，集中体现了欧洲市场面对金融风暴的窘境。割据的欧盟各国无法像美国一样迅速拿出稳定市场、控制系统性危机的举措，而仅凭一国的救助能力则无法解决跨国金融集团的窟窿；各国对所在国机构程度不一的救助，反而引发储户和投资者的恐慌。

因收购荷兰银行而“囊中羞涩”的富通，正是在这一背景下成为市场遗弃甚至攻击的对象。股价暴跌、储户挤兑、债主盈门、同业袖手，富通的遭遇和不久前倒下的华尔街各金融机构如出一辙。

富通的不堪现状，还触发了远在中国的中国平安保险（集团）股份有限公司（下称平安）针对其在富通持股的157亿元的减值准备。平安作价21.5亿欧元购买富通资产管理公司50%股权的交易也被终止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死生 9 月

富通是欧洲最早跨国经营的金融机构之一，活跃于保险、银行和投资领域，业务遍及全球 65 个国家和地区。

富通作为控股公司，旗下主要有两大块业务——银行和保险，各自又按荷兰、比利时、卢森堡三国分设了银行和保险的子公司。银行板块中有独立的资产管理公司，保险板块中有独立的国际保险公司。富通银行成立于 2000 年，总部设在比利时。富通 2007 年年报显示，富通的银行类业务对其利润的贡献占到 60% 以上。

在美国《财富》杂志 2008 年 7 月 9 日公布的 2008 年度全球企业 500 强排行榜中，富通以 1 648 亿美元的年销售额排名 14 位，资产总额则高达 12 737 亿美元。但这一切此刻已经成为历史。

9 月 22~26 日，富通股价连续五日下跌，累计跌幅 30%。

9 月 26 日，为了减少投资者的恐慌，时任富通首席执行官沃威尔斯特（Herman Verwilst）召开电话记者招待会，表示有信心实现富通融资 80 亿欧元的目标。

然而就在 9 月 26 日当晚，富通宣布，由德克西（Filip Dierckx）接替沃威尔斯特担任首席执行官，并称富通拥有 3 000 亿欧元的资金基础，偿债能力相当强健；至于可能会被出售的资产，则指的是荷比卢三国境内与境外的金融及保险资产，预计这些资产的出售将为富通筹资 50 亿 ~100 亿欧元。

据欧洲媒体报道，巴黎银行和荷兰国际集团（ING）都曾有意对富通进行收购。就在 9 月 27 日、28 日的周末期间，巴黎银行还在与富通及比利时政府谈判，希望以 50 亿欧元的价格收购富通银行的部分资产；但同时提出，荷比卢三国政府必须为富通提供 60 亿欧元的担保。结果这项提议遭到三国政府的拒绝，巴黎银行和 ING 都在这一周末宣布退出了并购磋商。

被寄予厚望的收购谈判失败，荷比卢三国政府决定联手干预。9 月 28 日晚，三国政府代表召开紧急会议达成协议，荷比卢政府将分别向富通在三国的银行分支机构注资约 40 亿欧元、47 亿欧元和 25 亿欧元资金，分别持有富通银行在三国银行 49% 的股份。

这项三方苦心酝酿的救援计划并未见效。9 月 29 日开盘，富通股价不见起色。据比利时财经专业报纸《回声报》报道，“从银行网点传来的消息显示，储户们并没有因这项计划而放心。”

10 月 3 日，荷兰政府当机立断决定采取行动，宣布将出资 168 亿欧元，将富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通在荷兰的银行和保险业务国有化，其中包括其在2007年高价收购的荷兰银行股份。

这一消息严重加剧了比利时市场投资者和储户的恐慌心理。10月6日，比利时政府进一步收购了余下的股份，将其国有化，并称将把这一资产中的大部分出售给法国巴黎银行。

在这一系列交易安排下，富通的资产仅剩下富通国际保险公司和一个拥有总值104亿欧元结构性产品的实体公司。

其中，富通国际保险公司由富通100%控股，包括在英国、法国和香港的100%自有业务，以及在卢森堡、葡萄牙、中国、马来西亚、印度和泰国的合资业务。但该块业务2008年上半年净利润1.02亿欧元，只占到富通当期利润的6.4%。

总值104亿欧元的结构型产品投资组合是从富通银行转移到了一个单独管理的实体，这个实体由富通持有66%的股份、比利时政府和巴黎银行分别持股24%和10%。有关这个组合的具体情况没有详细披露，分析认为，这应该是属于和次贷相关的高风险投资产品，即“不良资产”。

至此，富通引以为傲的银保业务已经被彻底出售。

危机溯源

“请告诉我，在富通荷兰业务国有化之后，富通银行的资本充足率是多少？”在富通的最新救援方案出台之后，摩根大通分析师拉塞尔（Duncan Russell）在10月6日的投资者会上提出了第一个问题。

得到核心资本充足率为9.5%的回复后，拉塞尔追问：“为什么在这样的资本水平之下，在比利时政府的强大股东背景之下，富通还会被迫将比利时业务出售给巴黎银行？”

富通现任首席财务官马克尼尔（Lars Machenil）解释董事会的两难境地：“银行间市场冻结，我们不能让富通的银行业务涉险。”

“信心危机是打垮富通的最后一记重拳。”一位欧洲银行分析师在接受《财经》记者的采访时表示，过去一段时间，市场风传富通陷入流动性危机。尽管富通一再否认传闻，尽管政府出手相救，但市场信心已经不再。这使得该银行在同业拆放市场遭受背弃，相当于割断了金融机构的血脉。

市场信心涣散并非没有根据。欧洲的会计准则和信息披露制度不同于美国，富通一直未详细披露和次贷有关的投资和减计。根据富通二季报，其结构性产品投资高达417亿欧元，结构性投资的资产减记为3.42亿欧元。而富通收购荷兰银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行背上的财务包袱，更使之变得羸弱不堪。

2007 年 10 月，在收购荷兰银行的交易中，富通出资 240 亿欧元购买荷兰银行在荷兰的分支机构及其私人银行和资产管理业务。为支付这一代价，富通调动了各种财务资源，其中包括发行认股权、可转换次级混合证券、出售非核心资产以及发行资产证券化产品等多种方式。

但是，交易达成后不久，次贷危机深化，富通的股价开始下跌，财务状况也日益恶化。维持资本充足率、偿付能力充足率、信用评级等多重指标的压力不断增加，以至于富通要在短短几个月中多次融资充实资本金。

2008 年 6 月 26 日，富通又宣布了一系列筹资计划，预计在短期至中期为公司增资超过 80 亿欧元，以改善目前的偿付能力。

但事与愿违，最新的融资消息一经宣布，市场人士便加剧担心，富通股价连连重挫。

雪上加霜的是，富通在出售荷兰银行的资产上又遭遇了阻碍。当初富通高价获取的荷兰银行业务，如今已经身价大跌。富通曾在一份公告中表示，如果售价低于 120 亿欧元，就可能对公司的核心权益造成不利影响。但根据路透社的报道，很多分析师都认为，市场对这一业务的报价只在 70 亿 ~100 亿欧元之间。

即使这样，最有可能收购该业务的潜在买家 ING 在审视市场形势后，还是打了退堂鼓。9 月 29 日，荷兰国际集团宣布放弃。

平安的惩罚

富通沦陷的余波，传导到远在欧亚大陆另一端的中国。富通在华经营多年，拥有合资保险公司太平保险和合资基金公司海富通。

近日，中国证监会已要求海富通每月上报其股东富通的财务状况。而最为引人关注的当属 2007 年后，平安对富通的两笔总计超过 40 亿欧元的投资。

2007 年 10 月，平安开始在公开市场买入富通股票，成为富通的第一大股东，并逐步将持股比例提高至 4.99%，总投资成本超过 20 亿欧元。

根据平安的公告，这笔投资折合人民币 238.74 亿元，资金来源是平安旗下寿险公司的保险资金。出于资产负债匹配和分散投资风险的考虑，平安将长达数十年固定利率保单的部分保费购买了富通的股权。这笔财务投资最主要的考虑，是富通历史上慷慨的分红政策，此外，平安还希望借此机会打开与富通的合作大门，向以银保业务闻名的富通取经。

2008 年 3 月，平安公告将动用资本金以 21.5 亿欧元的价格收购富通资产管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理公司50%股权，“这被平安视为学艺的最快捷方法。”一位接近交易的人士曾对《财经》记者表示，平安除了计划通过QDII进入海外市场，更重要的是想利用国外的技术推出各种人民币的理财产品，做大中国财富管理的市场。

不过，一年后国际金融市场的残酷现实，已经将交易者当时的设计无情推翻。

2008年以来，全球资本市场深度回调，富通被迫暂停分红。随着富通股价的步步回落，平安对富通投资的账面浮亏也越积越多。

2008年中报里，平安尚未将对富通的这笔投资损失进行减记。“可供出售类资产一旦减记，除非将其出售，否则此后公允价值纵使回升也不会计入利润表，因此平安对于减值准备的谨慎态度也可以理解。”一位国际资深会计师对《财经》记者解释。

显然，目前富通的状况，使得未来价值回升的可能性变得渺茫。

10月6日，平安表示，将对富通投资约157亿元的市值变动损失计入三季度的利润表。分析师估计，这将几乎吃掉平安本年度的全部利润。

“平安股价因其持有富通股份而被惩罚。”摩根大通分析师陈志丰在报告中写道。

不幸中的万幸是，由于监管部门的审批问题一直拖延至今，富通态势恶化后，平安得以取消了对富通资产管理公司50%权益的收购。但平安在富通的持股究竟命运如何，现在还很悲观。

惠誉和标普已把对富通的信用评级分别下调至BBB，且前景负面。最近富通的一系列交易安排，均是为了应付债权人和储户的要求，但股东的利益几乎无从保障。

比利时政府10月7日宣布，富通股东可要求获得其投资富通比利时银行和法国巴黎银行的部分收益。但这样的结果显然不能使股东们满意。股东们纷纷抱怨，年初至今，富通的股价下跌了70%左右，富通管理层却一直在隐瞒信息，如今留给他们的只是一个拥有不良资产组合的公司和一个很小的保险公司。

部分股东10月8日表示，将要求对荷兰政府收购富通荷兰业务的方案进行表决。根据荷兰的法律，比利时和卢森堡政府对当地富通业务的收购以及法国巴黎银行的再收购，也必须通过股东大会的表决才可生效。

目前，这批股东已经开始了一场浩浩荡荡的声讨运动，在网上征集签名，要求对富通收购案进行表决。此外，代表欧盟股东利益的组织欧洲股东集团（Euroshareholders）也表示，将会调查富通在披露金融信息方面是否诚实，并评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估向相关方面进行索赔的可能性。

10 月 6 日，比利时银行金融与保险委员会（CBFA）宣布，富通的股票在欧洲市场上被暂停交易。当富通的投资者有机会去分析与巴黎银行及比利时政府交易的影响后，股票交易才会重启。

在当日召开的富通分析师会议上，很多分析师询问富通仅存的国际保险业务是否会被出售。富通的 CEO 表示，富通董事会尚未对这些问题做出决定。

这的确很难回答——如果所有资产都被用来出售以还债，那么富通的股东们，包括平安在内，还能剩下些什么？

《财经》2008 年第 21 期　钱亦楠　陈慧颖 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪大救赎

在"商业信用"几乎分文不值的时候，只有用"国家信用"取而代之。

看过好莱坞灾难片的人可能有这样的体会：故事的最高潮阶段——"完美风暴"来袭时，水手们出于本能手忙脚乱地应急，无暇感觉恐惧；反倒是惊心动魄的风浪退去后，面对千疮百孔的航船，四望汪洋大海不知偏离航向几何，那种一面满怀希冀组织自救、一面又因迟迟未见安全港而沮丧的心情，更为揪心。

全球金融灾难的高潮时刻出现在 2008 年 10 月：危机瞬时由美国蔓延至欧洲，疯狂吞噬当地金融市场；2 周内 8 家金融机构告急，颇有些措手不及的几个欧洲国家，只能像堵船舱上进水的漏洞那样，狼狈地左扑右补。

风暴暂息。英国是第一个重整旗鼓、拿出系统性救援方案的国家。美国镜鉴在前，使得英国行动颇为迅速：10 月 8 日宣布方案；10 月 13 日已经开始了第一轮行动，以 370 亿英镑注资本国三大银行。欧元区 15 国首脑亦在 10 月 11 日和 12 日的峰会上商定一致原则，法、德两大国遂于 10 月 13 日公布自己的救援方案，其他国家亦陆续跟进。

欧洲一片紧张的同时，已于 10 月 3 日通过政府救援法案的美国则显得有些迟疑。直至 10 月 14 日，美国财政部才揭晓首轮救援行动细节：将动用法案授权 7 000 亿美元中的 2 500 亿美元，直接投资金融机构，其中 1 250 亿美元已敲定投向花旗、摩根大通等 9 家大银行。

这一做法，与财政部长保尔森原计划的购买欠流动性资产的设想并不相符；但舆论并未因此揶揄保尔森，评论者中以支持这一政策转向为绝大多数。

"财政部在重建全球金融体系信心方向上走出了一大步。"美国经济政策研究机构彼得森研究所（Peterson Institute）发表的社评如此评论。

救急不救贫

保尔森计划 10 月 3 日通过立法以来，市场情绪并未好转。美国股市除在少数的几个时刻略有提振，总体而言萎靡不堪。而购买不良资产的方案，又因其操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作的复杂性迟迟未能开展，本来就遭到不少质疑的购买不良资产方案，也如远水难解近渴，市场信心日缺一日。

英国政府毅然采取直接投资金融机构这一手段，无疑对美国产生重要影响。美国国会修改过的法案中，纳入了这一可选项，因此，英国方案宣布次日，保尔森就已暗示会改辙而随。

《财经》采访的学者和市场人士中，多数意见也是此时注资购买股份比花钱购买不良资产更为合理。一则注资执行速度更快，二则避免了购买不良资产定价难的主要问题，三则纳税人很有可能在金融机构“康复”后享受股权升值的利益。

但这种政府入股“有讲究”。英美两国政府都以购买“优先股”为主，这种股权的特点是股息率事先确定——保障政府稳定的股息收入；万一金融机构破产，优先股股东可在普通股股东之前得到清偿——减小纳税人的钱“打水漂”的风险；且没有投票权——政府不干预金融机构的商业决策。而两国政府也都强调，注资的目的绝不是要控股银行，而是要为其解困，迅速重振市场信心。

为表示对那些因贪婪、轻率而铸下大错的金融机构负责人的惩罚，两国的注资方案中也都包含了限制高管薪酬的附加条件。英国的方案包括 2008 年内不允许对最高管理层发放现金形式的奖金，以后的奖金也都以与长期盈利挂钩的股票形式发放；美国方案则申明要防止高管在经营失误后还可获得高额解约金的所谓“金色降落伞”薪酬政策、对薪酬 50 万美元以上的部分不得抵减纳税等。

至于美国的 2 500 亿美元、英国的 500 亿英镑（10 月 8 日宣布的方案中公布的准备用于注资的总额）是否足够改善整个国内银行系统资本充足率，许多专家都表示“没人说得清”——如果不够，政府如何决定选择哪些机构来注资呢？保尔森特地聘请来负责救援行动的财政部临时部长助理卡什卡里（Neel Kashkari）曾表示，注资只会面向“健康的”机构——不是已经资不抵债，而只是因为市场冻结而缺乏流动性的机构。正如中国的一句俗话——“救急不救贫”。

但政府并非目前唯一可能出手的出资人：“股神”巴菲特已斥资 50 亿美元买入高盛股票；日本第一大商业银行三菱 UFJ 也已入股摩根士丹利；英国的巴克莱银行也选择了从私营部门募集资本，来兑现自己提高资本充足率的承诺。

而购买不良资产这个老方案，美国政府也不见得会抛弃。卡什卡里在 10 月 13 日公布已成立的七个分工不同的工作小组中，就包括负责不良资产收购的一个。

“这种方法对美国而言更为合适。”英国伦敦政治经济学院院长戴维斯（Howard Davies）对《财经》记者分析。虽然他主张在英国采取直接注资的方式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但“美国的银行持有更多证券化的资产”，他认为美国也应该购买这些目前流动性极差的证券。

美国耶鲁大学经济学教授、行为金融学奠基人希勒（Robert Shiller）也认为：“最终应该是两种方法都有一点。”他说，虽然政府方案中包含了对高管不利的薪酬限制条件，但现在这些金融机构别无选择，只能接受政府的注资，但他“相信未来（美国政府）也会开始购买不良资产”。

但具体由哪个政府机构来买？对美国财政部官员是否有能力辨认那些连华尔街行家里手都难以说清的证券价值，不少人仍抱怀疑态度。彼得森研究所的社评就提出，应由已被政府接管的房地美和房利美公司来买，因为它们在资产支持证券方面有相当丰富的经验。一位接近美联储的人士，也对《财经》记者表示过相同看法。

冰封融资通道

不管是直接注资还是购买不良资产，要打造更加“健康”的金融体系，非一日之功。目前更为紧急的是，如何让陷入瘫痪的信贷市场活络起来。

雷曼兄弟的倒闭震慑了全球金融体系——这恐怕是美国政府当初没有料到的——银行一怕储户挤兑，二怕资产价值继续下跌。这种情况下“现金为王”，银行宁愿手握储蓄存款而不肯进行放贷，不管是对企业还是对同行。10 月 8 日欧洲央行降息 50 个基点之后，欧洲央行的长期再融资利率（LTRO）依旧走高，反映了一级市场对于资金的强烈需求，银行间拆放利率随之水涨船高。

货币市场上也一片冷寂。共同基金不敢购买银行持有或发行的商业票据，担心钱财有去无回，纷纷转向零风险的国债。截至 10 月 15 日当周，美国商业票据市场规模下降 403 亿美元至 1.511 万亿美元，已是连续第五周下降。

于是，银行和企业短期融资的两大渠道都近乎关闭。银行借不到钱，企业和个人就更是借款无门，直接后果就是投资、生产停滞，经济受损。

在“商业信用”几乎分文不值的时候，只有用“国家信用”取而代之。英美两国政府都对本国个人储蓄提供担保，美国还将担保范围扩大到企业用于存储日常收支的无息存款交易账户，以及金融机构 2009 年 6 月 30 日前新发行的三年期以下优先非担保债务。

与此同时，各国央行亦“超常发挥”其“最后借款人”的作用，纷纷开设新的贷款渠道为银行系统注入流动性。美联储、欧洲央行、瑞士联储和日本央行先后宣布，将以标售的方式为金融机构提供资金，且不再设置数额上限；各国央行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的货币互换（currency swap）规模也不再封顶。这意味着，美联储将无限量向上述地区央行供应美元。

美联储更进一步，跳过商业银行，直接向企业放款——通过一种新设立的“商业票据融资工具”（CPFF）。为了让与企业日常短期融资息息相关的商业票据市场尽快活络起来，美联储又在10月21日创立“货币市场投资者融资工具”（MMIFF），将为货币市场共同基金为主的投资者提供总额最多5 400亿美元的贷款，购买美元存款凭证和低风险的商业票据。

10月21日，货币市场终于出现些许解冻的迹象。伦敦银行间同业拆放利率（LIBOR）三月期利率终于回落到雷曼兄弟倒闭之前的水平，美国国债收益率亦渐有涨势。

央行们做得还不够吗？

哈佛大学教授艾莱斯那（Alberto Alesina）告诉《财经》记者，货币当局试图通过注入流动性和降息恢复市场信心，但效果有限且效率不高。目前市场的主要问题集中于银行间市场上，如果央行可以不仅对存款，同时也对贷款特别是银行间市场的贷款进行担保，市场的信心可能会更快得到恢复。霍华德·戴维斯也持相似观点，他认为，美国还应该把担保的覆盖面扩大到银行间的无担保贷款，才能显著缓解借贷的紧张气氛。

“该担心经济的处境了”

全球金融体系就像茫茫大海中的航船，遭暴风雨袭击后漂泊了几日几夜，仍然不知道离港湾还有多远。

乐观估计，那种能把船掀翻的巨浪也许不会再来了。从美国到欧洲，在国家信用编织的安全网下，至少能够保证不会再发生如雷曼兄弟这样大型金融机构破产，并引发系统性危机的事件。

“也许金融系统本身最糟糕的时刻已经过去了。”霍华德·戴维斯对《财经》说。这是由于有了政府作为强大后盾，但对冲基金这类金融机构的破产仍有可能发生，因为它们往往投资于那些风险级别最高的资产，杠杆率更是高得惊人。但由于这类基金只是“富人的游戏”，政府并不打算将其列入保护范围。

当被问及政府还有什么应该做的时候，《财经》记者采访的专家都提到了对买房者的救助。这场危机始于房产泡沫的破裂，还可能被房价继续拖拽下陷。

一个衡量美国房价的指标“Case-shiller20大城市住房价格”显示，2008年7月美国实际住房价格，已经从2006年的顶点累计下跌了26%。而据中国国际金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融公司测算，美国实际住房价格应从2006年顶点下降40%左右才能见底，因此仍有15%左右的下降空间。

房价跌势不止，一旦房产的现值跌过按揭贷款的价值，银行就有权收回这些作为抵押品的房产，许多通过按揭贷款购房的房主将被迫流离失所。据报道，目前美国每天仍有约1万个家庭丧失抵押房产赎回权。“这给市场造成一种很困难的印象，不利于信心的重建。”希勒对《财经》记者说。他认为，帮助购房者应是政府要补上的一块。

著名投资人士、索罗斯基金会主席索罗斯也在接受《财经》专访时称，一份完整的救援计划还应包括对购房者的救助。根据购房者的支付能力对按揭行为进行调整，从而减少丧失赎回权的抵押房产的数量，防止房价过快下跌——而房价下跌正是本次金融风暴的源头。

这些未能在保尔森计划中具体体现的方面，有望得到弥补。10月23日，美国联邦存款保险公司主席贝尔（Sheila Bair）表示，该公司和美国财政部正在共同酝酿一个计划，其中可能涉及为按揭贷款提供政府担保，从而鼓励买房者贷款买房。

不过，金融体系是危机的“优良导体”。只要货币市场的借贷利率还未降到正常水平，居民和企业就还要承担过高的借贷成本，不仅是房贷按揭，信用卡债务、学生贷款、汽车消费等都可能成为下一场余震的震源。

10月24日，随着欧洲上市公司财报陆续公布，市场怀疑，在实体经济衰弱的背景下，上市公司盈利更加堪忧。英国、德国、法国、意大利等主要市场的股指盘中下跌超过8%。汽车、银行、能源制造等大权重的行业更是成为引跌股指的“领头羊”。

“我们该担心经济的处境了。”戴维斯对美、欧将陷入衰退的前景表示“确定无疑”。他说，政府还可以做的就是“直接给经济注入资金”，也就是通过财政政策，加大公共支出。英国政府已经表示未来几年内会提高政府借债，修建学校、医院、公路等。2012年的伦敦奥运会此时也显得分外“应景”。

哈佛大学文理学院国际经济学教授库珀告诉《财经》记者，重建信心主要还要依靠有效的财政政策。他提出，国家减少税收和增大开支应该用于两方面的建设：一方面，可以由联邦政府拨款给州政府和地方政府，以解其赤字增加、面临裁员的燃眉之急，另一方面，联邦政府也可出资扶持经济中的某一行业。

克林顿政府时期的财政部长、现哈佛大学教授萨默斯（Lawrence Summers）强调，财政刺激必须要足够的大才能见效，如果“药剂量”不够，反而会适得其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反，错过治病的良机，延长病痛。他指出，政府应投资那些可以赢得回报的短期项目，或者能够帮助政府提高长期预算收入的项目，例如投资于医疗、教育、能源和能帮助解决收入两极分化的政策措施。这些政策有利于美国经济长期、稳定地发展。

10 月 20 日，美联储主席伯南克在众议院预算委员会参加听证时称，由于美国经济疲软可能持续几个季度，国会考虑出台新的经济刺激方案应该是适当的。这位曾对“大萧条”进行过深入学术研究的学者此刻担起美联储主席一职，被许多学界人士认为是恰逢其时。“我尊重他，希望他能够带领美国走出危机。”罗伯特 · 希勒这样对《财经》记者说。

亡羊补牢

美联储前主席格林斯潘曾以“百年一遇”来形容这场危机。同样，政府应对危机的救援措施，也是正常情况下难以想象的。比如，央行对银行体系的“无限”放贷、直接购买商业票据、政府对银行的部分国有化等。

自 20 世纪 80 年代美国总统里根和英国首相撒切尔夫人力推自由市场经济、主张减小政府干预以来，英美两国的人们已经很难接受政府越过市场的雷池一步。在危机时收购银行股份，亦属无奈之举。两国财政部长在发言中，都有“极其痛恨自己现在不得不这么做的事实”这样的语句。

但此番政府入主银行，人们不由得发问：会不会出现政治意愿凌驾于商业决策之上，甚至遏制银行创新的企业家精神?

曾担任过英国金融服务管理局主席、英国央行副行长的戴维斯，对政治意愿操纵商业决定的可能性有些许担忧。就目前来看，政府的规定包括限制高管薪酬——这点无可厚非，但政府还表示希望银行多开展放贷。“这是一句危险的台词。”他说，因为如果政府强迫银行放贷给它们认为信用度不够的人，“很可能到头来只是在现有的不良贷款上再多加一笔”。

另一个可能给未来埋下隐患的，是央行无封顶的流动性注入。虽然短期内还不至于引发通胀，因为央行投入银行系统的这些钱，只是相当于填补了银行损失留下的大洞，且在信贷活动几乎降到最低的情况下，整个社会的货币供给并不会显著增加；但这种政策必须在经济有所好转时及时刹车，否则这种通胀不仅是美国或英国的问题，还可能传播到购买美元和英镑资产的国家，中国应该就是一个典型代表。

其实，在某种程度上，本次危机在解决上轮危机的措施中已经埋下了伏笔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多人责备是美联储前主席格林斯潘掌事期间，为了应对本世纪初的高科技股泡沫破裂、“9 · 11”事件后美国经济的衰退而采取的过于宽松的货币政策，吹大了这一轮房地产的泡沫。

格林斯潘更大的错误，可能在于对金融机构的疏于监管。这位曾担任美联储主席18年而被近乎神化的老人，10月23日在美国国会一次听证会上，终于懊悔地承认自己当年过于肯定金融机构能够通过自我监管保护股东利益。他坦承，自己在复杂衍生品市场上未能及时采取监管措施，应担负部分责任。

格林斯潘的“自白”对世人的警示就是，必须重新考虑金融监管体系的疏漏。这场危机的成因中，监管不当的环节至少包括：负责发放贷款的银行未能足够审慎地审查贷款人的信用度、投资银行等金融机构大量购买了高风险的资产支持证券而无须披露风险头寸、对投资银行的资本充足率没有要求使得它们无所忌惮地飙高杠杆率、过于依赖信用评级机构的评级来判断证券化资产的风险。

监管的缺失，导致金融业过度发展成一个追逐暴利的“畸形儿”。连索罗斯也认为，金融市场应该“缩小”一些。对此，哈佛肯尼迪政府学院国际经济学教授弗兰克（Jeffrey Frankel）的建议是对所有证券交易，尤其是那些衍生产品，征收小额印花税。此举同时还可为债务重重的政府增加收入，并打压短期投机、鼓励长期投资。

微观的监管有疏漏，宏观的监管也缺位。本次危机处理中几个欧洲国家最初的“各自为政”，就反映出国际性协调机制的缺失，将导致危机处理低效，甚至延误时机。正如雷曼兄弟倒闭，引发香港的挤兑，当今的大型金融机构普遍跨国经营，一旦破产，是救是放绝不是一个国家的事情。

“更重要的一点，是重新建立起货币政策和宏观经济分析与银行监管之间的联系。”戴维斯对《财经》记者说。他说，回顾以往，来自国际货币基金组织、国际清算银行关于西方的过度消费支出和过度的消费借债、中国等国家的过度投资和贸易失衡的警告从来不缺，也有对于房产价格飙高、风险错误定价的警示。但从未引起人们的真正重视。

他的建议是，亚洲金融危机后设立的“金融稳定论坛”（Financial Stability Forum），可以作为未来国际监管者的原型。这一论坛，已经提供了一个齐集各国财政部长、央行行长与国际货币基金组织和世界银行的平台。“这就包含了所有正确的人，”戴维斯说，“但问题在于，它没有实权。”

要赋予它实权，戴维斯认为，应该首先扩大G7，将中国、印度、巴西、俄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗斯等国包含进来，因为这些国家对国际金融体系有巨大的影响力。而这个新的G11，将能够直接将上述论坛关于金融监管的决议带回本国并予以执行。

“我觉得这并不难实现，只要各国的部长们有意愿这么做。”戴维斯说。他希望，11 月 15 日在华盛顿召开的全球峰会上，各国首脑能在此方面有所考虑。

《财经》2008 年第 22 期　张环宇　张翃　陈晋 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

G20峰会：迎接新世界

一个有趣的细节是，G20领导人的合照中，布什以东道主身份居于正中，左右两侧则分别为中国国家主席胡锦涛和巴西总统卢拉。

时至11月中旬，20个对全球经济有“系统性”重要意义的国家元首首次得以齐聚一堂。

11月15日，美国东部时间上午8时许，各国领导人陆续抵达华盛顿的国家建筑博物馆，与美国总统布什握手、留影；9时20分会议开始；到下午2时30分左右，布什发表声明（比原定议程提前了半个多小时），这场举世瞩目的峰会只开了五个小时。平均算来,20国领导人加上国际货币基金组织（IMF）总裁、世界银行行长及其他一些国际机构负责人，每人发言时间不足15分钟。

然而，这是极具象征意义的一天。参与者不仅包括G7成员国（美国、日本、德国、英国、法国、意大利、加拿大）、作为G8成员的俄罗斯，还包括来自新兴市场的中国、印度、巴西、墨西哥、阿根廷、韩国、印尼、沙特、土耳其、南非，以及澳大利亚和欧盟。

从G7到G20的扩容，不仅在于占世界经济总量的比重从70%增加到90%，更在于新兴市场国家的集体“入阁”。

会后公之于众的洋洋洒洒数千言的《金融市场与世界经济峰会声明》(下称《声明》) 显得“成果颇丰”。

《声明》分析了危机产生的根源，说明了各国已采取以及将要采取的行动，阐述了改革金融市场的共同原则和实施这些原则的行动计划，承诺将继续致力于维持开放的全球经济。声明还就改进金融市场和监管机制制定了五项原则：增强透明度和问责制、加大稳健的监管、推动金融市场一体化、加强国际合作、改革国际金融机构；更针对每一原则，分别制定了2009年3月31日前应落实的即期行动和中期内应实现的目标。

“没有失望，也不是大胜利”

峰会从发起到召开不过20余日，仓促准备之下能有多么具体的计划成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型，人们不敢寄望过高。鉴于峰会意义重大，全球学者亦纷纷建言。其中，颇具影响的是美国加州大学伯克利分校政治经济学教授巴瑞 · 艾肯格林（Barry Eichengreen）和瑞士日内瓦高级国际研究院国际经济学教授理查德•鲍德温（Richard Baldwin）搜集的17位各国经济学者针对“G20峰会该做什么”一题的撰文。各学者观点有异，但总的来说，共识包括：加大对金融业援助力度；国与国之间相互协调；以财政刺激措施促实体经济增长；加强国际货币基金组织等国际机构的力量，以助新兴市场渡过危机；思考更为长远的金融和货币改革。

若以此为标准评判峰会的最终《声明》，援助金融业、强调国际货币基金组织等国际机构的作用、改革金融监管体系三项或可得高分，财政刺激政策和世界货币体系改革则不尽如人意。

关于援助金融业，《声明》表示，各国将“继续积极努力，采取一切必要行动”来稳定金融体系，并认可了货币政策的重要性。这肯定了美欧国家政府和央行此前为救助金融机构实行的种种措施，也对“维稳”的目标做出了最大承诺。

国际货币基金组织、世界银行等国际金融机构在危机中应起的支持发展中国家的作用也得到了肯定。《声明》也承诺，如国际货币基金组织需更多资金，各国“随时准备好”进行增援。此外，国际货币基金组织对宏观政策和金融稳定的预警功能得以强调；原来只包括少数几个发达国家的“金融稳定论坛”（FSF）也将立即纳入新兴市场国家，发挥其维护国际金融稳定的作用。

金融监管方面，则基本囊括了危机爆发以来论及的种种弊病的解决方向，包括提高金融衍生品交易信息透明度、建立信用违约掉期（CDS）的“中央交易对手”，以降低其系统性风险、改革评级机构的评级体制、确保金融机构的薪酬激励不会鼓励过度承担风险、重新审视会计准则及《巴塞尔协议》、改进监管使其具有平滑经济周期功能、加强监管机构间的跨国协调等。

与期望值差距最大的，可能就是财政刺激计划的语焉不详。世界经济显著放缓，主要央行纷纷减息，但市场信心不足之时货币政策难以奏效，财政刺激为当务之急。峰会上，各国若能联合做出刺激承诺，则可能对提振信心事半功倍。虽然财政与经济状况因国而异，统一的刺激标准或不现实，但《声明》中对财政刺激仅一语带过，多少给人以草率之感。

不过，峰会力挺几近夭折的世界贸易组织（WTO）多哈回合谈判，起到了弥补财政刺激失分的作用。《声明》称将抵制保护主义，承诺在今年内对成功完成多哈回合的形式达成一致。今年7月的日内瓦会议上，由于发达国家和新兴发展中国家在农产品进口特别保障机制问题上的分歧难以弥合，多哈回合谈判宣告破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裂。WTO总干事拉米亦曾对《财经》记者悲观地表示，“重启多哈回合谈判今年已经无望”。经济低迷的当下，保护主义抬头的风险更大。墨西哥前总统埃内斯托塞迪略（Ernesto Zedillo）就撰文称，“挽救多哈回合谈判，才能挽救G20峰会”，强调了重启多哈回合谈判的关键意义。

至于法英等国大力主张的“新布雷顿森林体系”，也就是改变美元“单币独大”的世界货币格局，《声明》中只字未提。美国作为本次危机肇始国，本币资产应受跌值压力，国债为吸引投资者购买，收益率理应上升；但事实上，货币市场信心冰冻后，美国国债仍被当成“安全港”而受投资者追捧，故其收益率长处低位。美元汇率也终止上半年跌势，掉头走强。这种怪现象正是由于美元作为世界储备货币，各国外汇储备中相当大的一部分是美元资产，其中的美国国债尤甚。为避免外汇储备价值缩水，各国只能继续购买美国国债将其价格推高。

跳出这种被单一储备货币“绑架”的怪圈，当然是改革现今货币体系格局的充分理由。但正如凯恩斯的名言：“如果你欠银行100块钱，那是你的问题；如果你欠银行100万，那就是银行的问题了。”所以，此番对货币问题的沉默，恐怕不仅是给东道主美国“留面子”，更反映了美国国债“债主”们的无奈。

“没有失望，但也不是一个大胜利。”美国彼得森研究所研究员莫里斯·戈德斯坦（Morris Goldstein）这样评价这场峰会。他认为，G20峰会最积极的贡献就在于启动了一个改革的过程，而细节则要在将来慢慢补充。

美欧各取所需

“这更多是一个‘陈列柜’（showcase），”美国卡托研究所副所长詹姆斯•多恩（James Dorn）对《财经》记者说，“各国领导人在此展示他们应对挑战的态度。”很大程度上，这次峰会作为一次政治事件的象征意义，大于其解决经济金融问题的实际意义。

美国总统布什可能是这场峰会上最轻松的了。能在任期将尽之际发起这样一个意义重大的首脑会议，布什的“政治任务”已经完成，他没必要、也不可能在此次会议上争取做出什么重大决策。因此，两天内，布什一直是“欢颜尽展”，而不像是危机当前的忧心忡忡，似乎这是一场离任前的周末聚会。

峰会的《声明》中，未出现指明美国肇始危机的责任、削弱美元地位等将令东道主尴尬的条款，本在情理之中；但此番最值得布什“引以为豪”的，可能是取得了各国对自由市场原则的承诺。峰会前夕，布什曾发表讲话，为自由市场体制辩护。他说，有人指责政府对美国房地产抵押贷款市场的疏于监管导致了今天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的危机，但“许多欧洲国家有着更为广泛的监管，却同样经历着与美国类似的问题”。这无疑是对法德等欧陆国家一度指责英美“自由放任”的经济模式酿成危机的反击。

如果说自由市场之争美国“小胜”，那么，《声明》中规定的加强金融监管，特别是建立监管共同体监管跨境金融机构，则是欧盟赢过了反对单一国际金融监管的美国。欧盟在 11 月 7 日的非正式会议上统一了立场，提出金融“百日维新”路线图，要求在华盛顿峰会上通过一系列“强硬、有雄心、可行”的具体措施作为此后百日内的改革重点，并希望最终终结布雷顿森林体系遗留下的以美元为中心的国际货币格局，建立多元储备体系。

欧盟居功的理由还包括，是法国总统萨科齐在 10 月 18 日和欧盟主席巴罗佐一道前往美国戴维营与布什会晤时，向其提议召开一个大规模的峰会（虽然萨科齐原先的建议只是加入几个重要新兴市场国家的“扩大版 G8”，而布什最终选择了 G20）。对世界银行、国际货币基金组织、金融稳定论坛等国际金融机构实行必要的改革，也更多来自欧盟的主张。

新兴市场跃进

无论美欧如何“争风吃醋”，这场峰会的最大“赢家”还是新兴市场国家。这是一个“历史性的权力转移”，美国《华盛顿邮报》这样评论本次峰会。

这场危机起源于美国，尔后迅速传导至欧洲，就连在国际金融市场参与度较低的日本，也难逃资本全球化下的“连坐”效应。目前几大经济体要么已确认进入衰退，要么脚踏衰退边缘。据国际货币基金组织预测，明年七大工业国的经济无一例外全部负增长，也就是说，这些世界经济的“中心”明年不但不能对世界经济增长做出贡献，反而要“拉后腿”。

而新兴市场国家，虽然未能免于全球风波的影响，但已显然成为世界经济增长的“中流砥柱”。发展中国家不再只是传统发展经济学中所说的“依附”于发达国家，相反，其经济增长和需求水平将对世界经济产生重要影响。并且，新兴市场国家中许多也是外汇储备大国，拥有救援这场全球金融危机的“真枪实弹”。

所以，一个将新兴市场经济体排除在外的 G7，“被认为是缺乏政治合法性，运作的有效性也因此受损。”韩国世界经济研究院主席、总统特别经济顾问司空一在美国彼得森研究所发言时表示，“要解决全球经济和金融问题，没有这些主要经济力量的积极参与是不切实际的。”

“金砖四国”（中国、印度、巴西、俄罗斯）是新兴经济体的代表力量。11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 日，四国在巴西举行财政部长会议时，四国财长认为，这场危机暴露出一些发达国家在金融监管等方面的弱点，扩大新兴市场在金融领域的话语权，是对国际社会负责任的表现。

本次峰会的《声明》也明确提出，国际货币基金组织、世界银行等布雷顿森林机构必须全面改革，以反映世界经济权重的变化，新兴市场发展中国家应该在这些机构中获得更大的发言权。目前，中国、印度等新兴市场经济体在国际货币基金组织的份额和投票权，仍与其在世界经济中的比重严重脱节。

一个有趣的细节是，本次参会领导人的合照中，美国总统布什以东道主身份居于正中，左右两侧则分别为中国国家主席胡锦涛和巴西总统卢拉——两位主要新兴经济体的领导人。11 月 15 日上午，布什迎接各国领导人到来时，最后与他握手的也是胡锦涛和卢拉。这是因为，美方此次是按照领导人任现职时间的长短，而不是传统的按照领导人名字的英文字母顺序，来安排礼仪的先后——卢拉与胡锦涛恰为任职时间最长的两位领导人。虽然这只是安排上的巧合，却被外界解读为新兴国家在此次峰会上备受重视。

不过，必须承认的是，美欧仍在世界事务中占有很大的主动权。这次 G20 峰会本身即为一例：它得以召开，还是由于美欧的发动，而非任何一个新兴市场国家的要求。G20 本身的“身世”也与美国的作用有关——亚洲金融危机后，新兴市场国家要求在全球经济活动中提高发言权，从而在美国倡议下，G8 财长于 1999 年 9 月在华盛顿宣布成立 G20。布什此次选择召开 G20 峰会，而非萨科齐所说的 G13 或 G14，可能也有维持美国地位的考虑。

大角色

中国作为最大的新兴市场经济体、最大的外汇储备持有国，并已于今年 9 月取代日本成为美国国债最大债权国，想不备受关注也难。特别是 11 月 9 日中国政府宣布的总额 4 万亿元的财政刺激计划，力度之大令世界咋舌，一些西方媒体亦借此讽刺发达国家经济刺激计划的规模小或动作慢。

最令西方国家“好奇”的可能是，中国是否打算在这场全球危机救援行动中扮演积极角色，又将如何扮演。美国国际战略研究中心中国研究项目主任傅瑞伟（Charles W. Freeman III）接受记者采访时表示，现在美国政府最关心的是，中国是否会继续持有和购买美国债券。他说，在此危机关头，美国需要中国的资金。“美国的当务之急是要让中国对美国经济有信心。让美国渡过难关和让中国经济繁荣符合中美共同的利益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的说法，也在美国白宫11月12日就G20峰会举行的新闻吹风会上得到了侧面验证。在一名记者提问“美国政府现在如何让中国放心继续购买美国国债”，美国财政部副部长麦考密克给予模糊回答之后，又有另一名记者追问。可见这是美国读者相当关心的问题。

从中国国家主席胡锦涛在峰会上讲话的标题“通力合作，共度时艰”可见，中国政府的基本态度是会与世界各国合作，参与到应对危机的行动中来。

胡锦涛在讲话中说，“作为国际社会负责任的成员，中国一直积极参与应对金融危机的国际合作”，“中国愿继续本着负责任的态度，参与维护国际金融稳定、促进世界经济发展的国际合作”。胡锦涛还表示，中国将“支持国际金融组织根据国际金融市场变化增加融资能力”，加大对发展中国家的支持，并愿积极参与世界银行国际金融公司贸易融资计划。

胡锦涛提到的“国际金融公司贸易融资计划”，是金融危机爆发后，世界银行针对贫穷国家私营企业推出的系列援助计划的一部分，由世行旗下的国际金融公司负责执行，具体包括扩大对世界66个较贫穷国家银行的贸易融资担保，未来3年内担保额可达180亿美元。

可见，中国政府参与国际合作的态度应该是积极的，有可能对国际金融组织提供融资支持。中国央行副行长易纲11月14日在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上也曾表示，中国“会积极地参与这次国际金融危机的救援行动”，且形式多种多样，可以通过双边的方式（如双边的货币互换），也可以通过多边的平台（如国际货币基金组织）。

悬念

G20首次峰会结束，第二次峰会将于2009年4月底前举行，但G20是否会就此取代G7成为世界决策核心？有人认为G7可能不足，但考虑到决策过程的效率，G20可能过于庞大。韩国世界经济研究院主席、总统特别经济顾问司空一也认为，之所以有G20峰会，是为了解决当前这场全球经济和金融危机，危机过后，G20地位是否会继续保持，还是个问题。

到第二次G20峰会召开时，美国新当选总统奥巴马已经上任。而11月的峰会奥巴马本人未参加，只派出两名特使在旁观察。他领导下的新政府，对G20会是什么态度仍未可知。第二次峰会是否还将在美国举行，也是一个悬念。

《财经》2008年第24期　张翃　黄山／文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯：我们需要国际“资金池”

美国仍需要财政刺激计划，投资应用于应对全球变暖，监管和效率之间需要小心寻找平衡，中国可承担重任。

索罗斯，这个在“英镑狙击战”中一举成名的投资家，被1994年的《华尔街日报》称为“全球金融界的坏孩子”。这个“亚洲金融危机的纵火犯”（马哈蒂尔语），这个过去十年间在慈善与政界出入比在投资界更多的家伙，又回来了。

2007年，索罗斯打了一个漂亮仗，通过做空次级抵押贷款类证券，净赚29亿美元，旗下量子基金在2007年的投资回报率更是高达32%。2008年二季度，索罗斯基金管理公司大举增持雷曼兄弟950万股的股票。雷曼兄弟现已破产，其相关损失可能高达3.8亿美元。或许正因如此，雷曼破产之后，索罗斯数度“炮轰”伯南克和保尔森，称“政策制定者放任市场并让其自我调节，是导致目前金融危机的主要原因”；而美国财政部7 000亿美元援助计划出台后，索罗斯更是再度出言相讥，以“拙劣”这样的字眼形容购买不良资产的救援方式。他的建议，在调整之后的方案中却体现颇多。

索罗斯还有个身份，就是“预言家”。他曾写过三本书：在1987年出版的《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance*）中，他写道，世界必须抛弃美元，建立新的国际货币体系，否则将面临“金融动荡、以邻为壑政策，导致世界范围的大萧条甚至战争”；1998年出版的《全球资本主义的危机》（*The Crisis of Global Capitalism*）中，他说，“全球资本主义体系正在瓦解”；第三本书是2008年出版的《金融市场新范式：2008年信用危机及其含义》（*The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*），他说，一个“超级大泡沫”已经膨胀了25年，马上就要爆炸。

前两次预言都没有实现。但这次，正如他自己说的：小男孩喊“狼来了”喊到第三次，狼就真的来了。

10月21日，《财经》记者在纽约第七大道索罗斯基金会的办公室，采访了这位投资界“大鳄”、慈善家兼社会活动家。谈到自己在2008年的书中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐的“看空美元资产，看多中国、印度和海湾地区的股票和非美货币”投资策略，他非常坦诚：“哦，那是我的一个错误。”

但是，“正因为我知道自己什么时候错了，所以我发财了。”他曾经这么说。

《财经》：你曾勾画自己的一套救市措施。10月14日美国财政部的具体救援方案，采取的不是保尔森原计划的购买不良资产的方法，而是直接注资。这和你的建议不完全符合，比如，没有暂时减少对银行的资本要求率，没有特别针对降低抵押房产被收回止赎的具体措施。你对此有何评价？

索罗斯：我认为美国政府转而进行直接注资，这是朝着正确的方向在行动，虽然并未能如我所建议的那么好。但是如果现有计划不起作用，政府就会采取更多的措施。因为政府已经下定决心，要不惜任何代价防止金融系统的全面崩溃。

《财经》：回过头看，如果保尔森一开始的计划里就包含直接注资的措施，是否可能给市场更多信心，从而避免危机进一步扩大到欧洲？

索罗斯：雷曼兄弟的倒闭直接损害了货币市场的信心，造成了货币市场流动性不足，使得许多欧洲银行的危机集中爆发。雷曼的倒闭导致了金融市场暂时性的溃市，如果不是就那样让雷曼倒闭的话，这是可以避免的。保尔森提这项计划是在雷曼兄弟倒闭之后了，所以，危机蔓延全球不是保尔森的计划所能防止的。他的计划只是对危机蔓延做出的反应，不能防止它发生。问题在于，保尔森当时准备不足，所以他的计划组织得并不好，他只是冲到国会，鲁莽地要钱。

这不是财政部长做的第一个错误决定，也可能不是最后一个。他对房地美和房利美问题的处理，也是所有可能性中最糟的。

《财经》：某种意义上说，房地产泡沫的破裂是这场危机的深层原因。如果房价如许多人预计的那样在未来几年持续下降，会不会使银行业的灾难更加深重？政府还能救得起吗？

索罗斯：是的，如果房价短时间内骤降，就像它们上升时那样快，这会导致银行系统损失加剧，并要求更多的资本注入。政府会继续救援。而在我看来，当局提供流动性的能力是无限的。如果说在金融机构资不抵债问题上，它们解决的能力有限，况且它们也不打算救援那些资不抵债的银行，但对流动性暂时不足的银行，它们可以一直提供资金，所以金融系统总会运转下去。

《财经》：但央行不断提供流动性，不会引致通胀吗？

索罗斯：短期内不会。因为现在注入的这些流动性只是补充了那些因为“减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆化”而消失了的钱，填补了损失之后产生的大坑。不过，一旦经济恢复，就必须收紧货币供给来防止通胀。

《财经》：美国政府似乎有意再出台一个财政刺激计划，你认为有这样的需要吗？

索罗斯：我认为有。而且我希望这会用于刺激投资、预防全球变暖，因为这是全球都在面临的问题；我希望中国、美国都采取这样的措施，以发展替代能源作为刺激经济的方式。要从这场全球衰退中走出来，这正是我们所需要的。

现有的全球经济是由美国消费者的消费来支持的，现在这一切结束了，必须有其他东西取而代之。在我看来，解决全球能源短缺和全球变暖，需要非常大的投资，必须得到政府的支持。我们必须一起努力。

《财经》：这次危机发生的一个原因也是政府的疏于监管，你认为此后监管应该如何改革？

索罗斯：是的，毫无疑问，监管者没有尽责。我们要吸取的教训是，即使是市场上非常盛行的观点，也可能是错误的。

有几个方面，我觉得是监管需要考虑到的：市场偏离均衡是常态，仅仅控制货币供给是不够的，还必须对信用进行监管，因为货币和信用并不完全等同。

市场是有情绪的，有时人们更愿意放贷，有时人们被贪婪或恐惧主宰。监管者必须担起预防资产泡沫过度膨胀的责任，所以监管必须对市场上盛行的情绪进行制衡。

监管必须比以往更积极地使用利润要求、最小资本率要求，在市场过于乐观的时候收紧这些要求，在市场过于恐惧的时候则放松。

《财经》：但加强管制有可能导致无效率？

索罗斯：是的，必须找到平衡。这是一个判断力的问题，而判断力很可能出错。但是市场会给你反馈，所以你会看到你的“得分”，然后从市场给你的提示中纠正错误。所以，重要的是，做好出错的准备，时刻准备好自我校正。要有更多批判性思维，不要盲从众所公认的规则或法律。

在美国这里是管制得太少了。这听起来可能很奇怪，但我想他们需要重拾那些放弃了的旧习惯，在进行绝对指导的同时也进行指示性指导。在以前，英格兰银行和美联储会给银行写信说：请不要增加货币数量，不要向房地产贷款，不要向新建工厂贷款……这些做法现在都被抛弃了。但如果要控制资产泡沫，就可能要采取这种指示性指导。

有意思的是，对于那些管制过多的前社会主义国家，我经常发言呼吁放松监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管；而对那些沉溺于市场原教旨主义的国家，我就主张加大监管。

《财经》：*监管会不会抑制所谓的“企业家精神”？*

索罗斯：我预计金融业的利润会变得没有以前那么丰厚了。过去它之所以那么有利可图，是因为给了它过多自由，它发展过度了，那并不健康，我们应该纠正。

监管一直都是有缺陷的，而企业必须找到办法来绕过监管，所以监管降低了市场的效率，必须把监管保持在最低的水平。尽管如此，监管不能丢，因为别忘了市场总是倾向于不稳定，所以需要监管来维持稳定。

《财经》：*在你最近的一本书中，提出这样一个投资策略：看空美国、欧洲股票及美国十年期政府公债和美元，看涨中国、印度和海湾地区股票及非美元货币。如果大家遵照你的建议，我们会不会看到资本大量流入中国，再次推高中国的资本泡沫？*

索罗斯：哦，这是我犯的一个大错，不仅在我的书中，也在我的投资策略中。因为我以为这些新兴市场会免疫于美国的危机，但事实上，一些新兴市场下降得比美国还多，我也因为这个错误遭受损失。

我还是认为，中国比其他国家安然渡过这场危机的可能性更大，但是这要求不仅在经济上，而且在政治上进行改革。

就像我之前说的，监管不可能完美，因为监管者也是人，也可能犯错，何况他们不只是“人”，还是官僚。因此，必须有一个恰当的机制来纠正监管者的错误，需要一个让错误的政策有可能被改正的政治体系。这是一个大挑战，但没有经济改革加上政治改革的话，任何国家都很难成功。

我能看到，中国是全球化的受益者，现在有更多的余地来决定如何应对这场危机。这是中国更好发展其监管体系的好机会。我认为中国已经在全球体系中扮演了重要角色，但要稳住这个位置，就必须首先得到其他国家的认可。

美国犯了一个错误，以为自己可以主导世界。对中国也一样，除非它的角色得到世界其他国家承认，否则就不能承担起世界领导者的角色。世界其他国家对中国的崛起有很大的恐惧，但如果中国的行为正好印证了这些恐惧，就会产生冲突，这对中国不利。

《财经》：*那么，中国在现在的情况下可以做何贡献？*

索罗斯：今天的中国可以扮演很重要的角色——帮助其他国家应对今天的危机。因为我很担心，现在全球体系的中心，也就是美国和欧洲所采取的应对危机的措施，会加强资本从“外围”逃向“中心”的趋势。因为东欧、拉美、亚洲国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家的政府是没有能力来保障本国的银行的，必须有国际性的保障，否则，资本就会从这些国家外逃。这已经发生了——巴西雷亚尔、土耳其里拉、匈牙利弗林已经受到重创。

需要有一个国际的“资金池”，由国际货币基金组织主导，并由持有巨大外汇储备的国家——如中国、日本的支持，来为“外围”国家的银行体系提供保障。同时，也要使这些国家能够通过实行赤字预算和反周期的财政政策，来支持内需，应对经济放慢。没有那样的“资金池”的支持，它们做不到。日本已经提出要参与国际货币基金组织的援助行动，建议中国也这么做。

我希望中国政府可以抓住这个好机会。对于中国来说，这个机会甚至比奥运会还好——通过在危机中承担责任来展示它的领袖风范。

我相信这对于维护世界经济是非常重要的一步。中国正是在世界经济全球化中繁荣起来的，如果中国不来维护它的话，我担心世界经济会很容易崩溃，而中国自己也会受害。所以，承担起这个责任，这是中国的利益，是中国的繁荣之本。

《财经》2008 年第 22 期　胡蛟　张翃/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霍华德 · 戴维斯：政府能做些什么?

金融体系本身最坏的时刻过去了，但我们应当对经济状况感到忧虑。

2008 年 10 月 21 日，已然是学者身份的霍华德 · 戴维斯专程到中国讲解金融危机与中国的关系。在接受《财经》记者的专访时，这位英国金融界的监管权威的话题要广泛得多，从欧美救市方案比较到监管框架的未来，尤其对于政府应该做什么、能够做什么，戴维斯有着清晰的逻辑和极具操作性的理解。

戴维斯目前担任伦敦政治经济学院（LSE）校长，在此之前，他曾担任英国金融服务管理局第一任主席。

辨析英美方案

《财经》：在救市方案的选择中，直接注资和购买不良资产的方法，你更倾向前者，对吗?

戴维斯：不是的。我在英国媒体上发表文章，曾推荐采取直接注资的方式，因为我认为这对英国的银行更为合适。但对于美国的银行来说，是不是要这么做存在争论，因为美国银行持有更多的证券化资产。所以保尔森的“问题资产救援计划”（TARP）有关购买不良资产的方式对美国是比较合适的。但在欧洲，由于证券化按揭贷款的规模较小，所以直接注资更有用。

由于美国政府现在已经是这些公司中一个有相当分量的股东，所以我们可以认为政府不会让任何一个公司破产。

《财经》：既然欧美都已经采取了这么多措施，可不可以说最坏的时期已经过去了?

戴维斯：我想可能金融体系本身最坏的时候已经过去了，因为美国和欧洲的政府现在对其主要银行都进行了担保。但是，金融业中的对冲基金和私募公司有可能还会破产，因为它们大举借款，而投资不佳。

美国和欧洲的经济都陷入了衰退，这将带来新的金融问题。简单来说，个人破产和信用卡债务都在上升，而房价却在下跌。现在不是那些过于复杂的证券或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次级按揭之类的问题了，而是你在衰退中会看到的正常的损失。我们应该对经济的状况感到忧虑。我想，未来 12 个月内欧洲和美国的经济将快速下滑。这会对欧洲和美国的进口产生很大冲击，并将影响到中国。

《财经》：*面对下一步的经济衰退，政府还能采取什么措施吗？*

戴维斯：我认为政府可以在金融部门做得更多。银行现在的借贷意愿还是很弱。可能各央行还是有必要介入银行间市场，对银行间的贷款进行担保。银行现在需要的是无担保借款，央行现在还未对此进行担保。

另外，我想政府应该通过财政政策向经济体直接投资，这将发生在中国，也将发生在英国，政府将在建设项目上投入资金，从而尽力预防失业率的大幅上升。

英国政府已经宣布，明年的政府借债将超过预期。我想这会对抵消由金融部门引起的衰退起到一些作用。

《财经》：*在你看来，英美两国的救市计划主要差异在哪里？*

戴维斯：主要的差异就在，英国政府说，如果银行有要求，就会对其投资；而美国政府则对所有银行都投资，不管它们是不是有此请求。

美国政府的官方说法宣称这是自愿的，但实际上美国财政部对所有的银行都打过招呼，告诉它们财政部将对其注资，它们也都没有拒绝，实际上它们别无选择。

然而，在英国，苏格兰皇家银行和哈利法克斯银行接受了政府注资，但巴克莱没有。巴克莱表示，我们认为我们可以从自己的股东处募得资金，而政府则说，好的，如果你能做到，没问题，如果你不能做到，回来找我们。所以实际上两国很不一样。

《财经》：*为什么美国的银行没有别的选择？*

戴维斯：我想美国政府有这样的观点，现在即使是对那些还比较健康的机构，市场的信心也相当弱。市场一度对高盛的违约风险估计很高，而高盛还是在次级按揭市场没什么大问题的。所以，美国政府认为有必要对所有的金融机构进行支持。

在英国，政府的结论是，只有一部分银行承担巨大的市场压力，另一些银行情况还好，所以不需要对其进行担保。

《财经》：*欧洲问题是不是还没有完全暴露，因为银行的会计披露不如美国频繁？*

戴维斯：我想到了这个时候，这已经不是一个问题了。现在很清楚的是，一些银行问题很严重，一些银行好一些。比如哈利法克斯银行的股价一度下跌了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%，而汇丰股价下跌了10%，算是非常轻微了。因为它采取的放贷方式不同，汇丰在亚洲市场更为活跃，而哈利法克斯银行主要在英国的房产和建筑市场，而这些市场正是下滑最快的。所以，所有的银行都会被衰退所影响，甚至是汇丰，但它还不至于有倒闭的危险。

《财经》：*英国会接受外国注资吗？*

戴维斯：会的。我们与美国很不一样，我们对于自己的主要金融机构接受投资一向很开放，所以我想外国机构将可以投资英国的银行，就像英国的银行投资于中国的银行一样。苏格兰皇家银行曾投资于中国银行，所以可能下一次可以对调一下。

《财经》：*德国的措施和英国也不一样，主要还是担保存款（4 000亿欧元），只有800亿欧元用于注资。为什么有这种不同？*

戴维斯：你可以看一下欧洲经济体之间不同的行为，你会发现，英国和德国之间的差别很大。在英国，真实房产价格上升了一倍以上，也就是比通货膨胀率还高100%以上。在德国，房产价格基本持平，上涨幅度没有超过通货膨胀率，这使其处于一个比较好的位置上。德国银行在房地产上没有太大的损失，而英国有，所以两国在资本方面的问题不一样。

德国的银行更多是受到了金融市场总体的信心危机的影响，而个人储户对于他们的银行存款是否安全相当紧张，所以政府对于储蓄进行担保，以求增强民众信心。我想许多德国银行还不需要注入更多资本，因为它们没有在房地产和建筑业方面受到损失。

实体经济非常重要，也确实反映出了各个欧洲国家之间的区别，而这些区别与其各自金融部门所处的境况都有关系。德国的银行在美国次级按揭中有一定的投资，所以它们在那上面有损失，但它们在本国的房产上可能没有损失。

经济危机可以避免吗？

《财经》：*看起来房市是最终的影响因素。如果房价持续下跌，会不会产生更多损失？政府是不是应该在这方面有所行动？*

戴维斯：应该说政府正在采取行动。它正在购买一些房产，租给那些无力购买的人们。但很不幸，政府要来阻止房价下跌是很难的，就像它很难阻止房价上涨一样。所以我不认为政府真的能够对房价调整起到作用。

而我也确实不认为政府应该那样做。因为实际上英国的房价非常高，大部分一般的年轻人都支付不起，我想如果长期而言房价跌一些是件好事。短期而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这会造成金融方面的问题，但长期来看这不是坏事。我不建议政府阻止房价调整的发生。

《财经》：但政府还是需要解决房市的问题？

戴维斯：政府是在努力通过与银行谈判，帮助人们能够住在自己的房子里，可能是让他们少付一点，付一个他们承受得起的价格，而不是让银行就这样把房子回收了。如果银行回收这些房屋再出售，实际上所得更少，因为人们对于银行回收房屋支付的价格较低。所以，政府应该找到一种方法，来让人们能够住在自己贷款买的房子里，即使他们没办法偿还所有的按揭贷款。但是，我不认为这跟改变房价能够相提并论，我觉得要阻止房价下跌是不可能做到的。

《财经》：除此之外，政府还能做什么？

戴维斯：政府已经在金融部门做了很多了，还可能通过公共支出项目抵消衰退的影响，我想一些国家的政府会这么做的。政府当然会投资于建设，它们已经宣布了会投入更多资金用来建设学校、医院和道路。

《财经》：政府采取了许多过去难以想象的措施，会有什么长期的不良后果吗？

戴维斯：是的，政府和央行都做了很多事，如果你 18 个月前问它们的话，它们会说自己永远不会这么做。我想真正的问题在于，它们以后要如何抽身。因为，很显然，政府并不想对银行有所有权，美国财政部也不想。所以，问题是，它们会如何、何时撤出？

如果一年或一年半后，市场对于长期持有银行股的信心恢复了，而且政府可以很快地卖出这些股份，就能为纳税人挣得一些利润，那很好。那么市场能够迅速恢复政策状态。

要是衰退历时持久，那么政府会在很长时间内都持有银行股，或者可能会把优先股转换为普通股，那么要扭转这种局面就很难了。因为，如果市场信心长期疲软，人们就会习惯于政府的支持，到时政府要退出就难了。

这样的情况在日本发生过。日本政府曾在长达十年的时间里对储蓄进行担保，因为市场没有恢复，所以政府长时间不能退出。我想政府在投资于银行的同时需要设计一个退出策略，这个策略应该是越快越好。但是，这也取决于实体经济的状况和市场信心的状况。

《财经》：会不会有一天政府觉得持有银行很有利可图，就不退出了？

戴维斯：我觉得不会。看全世界的情况，那些政府全资拥有银行的国家，它们的银行体系都并不成功。如果银行为政府全资所有，就不会有激励去追求效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，不会有激励去制定好的放贷决策。

监管新格局

《财经》：有人说，这次危机反映了自由市场的失灵，你认为呢？

戴维斯：我不认为这是自由市场经济的全面失灵，我想我们必须从这场令人厌恶的危机中吸取很多关于货币政策的教训，美国在过去很长一段时间内的货币政策都过于宽松了。银行的资本管制在过去那段繁荣时期过于宽松，我们必须总结如何能让银行在光景好的时候持有更多储备，从而在光景差的时候更“坚强”。我想有很多教训要学，我个人不认为这个教训是必须国有化银行，我不认为这是正确的答案，但我想在监管方面很多方面需要改进。

《财经》：你曾是英国金融服务管理局主席，你对监管有很深的研究。对于此后的监管改革，你认为最紧迫的是什么？

戴维斯：有两点我认为很重要。一是从国际角度说，我们需要更好的协调，既包括国家间协调，也包括银行和证券公司、保险公司监管者之间的协调，目前这些在国际上都是分开监管的。

但最重要的是把货币政策和宏观经济分析和银行监管之间的联系重新建立起来。如果你看过去几年，不管是国际货币基金组织，还是国际清算银行，从来都不缺对国际失衡、对西方的过度消费支出和过度消费信贷，以及对中国的过度投资和大量出口的警告。它们也对急剧上升的房产价格、对风险的错误定价提出过警告。你知道那些高风险的投资收益率如此之高，是与其承担的风险所不相称的。所有的这些警告都在那儿，但是即使你回过头来读它们，只要结果还是没有事情发生，就没人把它们当回事。

所以，我们需要设计出一个体系，在此类的分析和金融监管者的行动之间建立起联系。也就是说，设想将来我们辨别出房市另一个泡沫的时候，我们会说，房价可能要开始下降了，银行会遭受损失，所以在状况好的时候银行应该提高储备，因为它们的损失未来会更大。

这也是我期望在布什总统和萨科奇总统宣布的将要举行的全球峰会上，各国领导人们能够关注的。

《财经》：你认为我们需要新成立一个机构来管理吗？

戴维斯：我个人不认为应该建立一个新的机构。我会选择在亚洲金融危机之后建立起来的，齐集了各国财长、央行行长、监管者和国际货币基金组织、世行的“金融稳定论坛”的基础上来建立，这样的话我们就集中了所有应该有的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这个论坛现在没有任何权力，仅仅是一个“论坛”。应该对其配以合适的人员和能力，以及告诉全球监管者应该做什么的权力。所以，预期创造一个全新的机构，我们不如对现有机构进行完善。

《财经》：*怎么样才能给它们权力？*

戴维斯：首先，我认为七国集团应该扩大，因为目前它并不包括像中国这样在金融体系中极为重要的国家，所以我想至少应该加进中国、印度，可能还有巴西。俄罗斯已经是八国集团成员了。我想关键是加入中国和印度，因为它们都对金融体系有足够的影响力。

而我认为不管是 G11 还是 G 多少，要能够对其创立的金融稳定论坛授予权力。然后，这个论坛能够对各监管机构采取行动，要求其监管符合全球标准。因为毕竟所有的监管者都是这些国家的一部分，如果 G8 或 G11 或 G 多少的这些国家的政府，都同意应该加强监管，它们就会回到本国，告诉它们的监管机构（中国的银监会、英国的金融管理局或是美国的美联储）这样做。所以，只要政府有意愿这样做，它们是能够做到的，问题只在于，把它们召集到一个合适的论坛上，提供正确的分析。

《财经》：*实现这一目标的主要障碍在哪里？*

戴维斯：过去，困难主要来自美国，因为美国人不想让其他人对自己的体系有影响力。但美国政府现在承认自己的监管体系设计有问题，需要根本性的改革。美国目前没有那么排斥了。

我希望英国政府也是支持加强国际金融体系的。确实，布朗首相已经发出类似的呼吁。我想法国也会支持。

我也确实认为中国会支持，因为中国官员已经认识到，这场危机正传导到中国，这场危机的后果正传导到中国。我想，如何改善金融市场全球监管对中国而言利益攸关。中国无法将自己与这些问题绝缘开来。

欧盟应反思

《财经》：*欧洲方面这次挺让人失望，并没有看到欧盟层面的统一具体措施，虽然有一些原则性的东西。为什么？*

戴维斯：我想我们现在有一些措施了，但它们来得太晚了。情况是，大约 3 周前，法国政府宣布将举办一场峰会，而我认为那可能已经太迟了。欧盟应该 2008 年夏天的时候就开这样的会议。到了爱尔兰政府对本国银行提供担保、希腊政府也这么做的时候，整个体系都陷入了混乱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自那以后，欧洲各国政府开始颇有成效地共同磋商，全部的27国政府都设立了如何应对金融部门的原则。所以现在情况要好得多，但我也认为它们花的时间太长了。

《财经》：*是不是不应该期望有欧盟统一的行动，因为各国有差异？*

戴维斯：每个国家都采取了具体的行动，但当然，重要的是，别忘了欧盟中有欧洲央行对市场提供欧元流动性，我也认为它们在这场危机中的行动非常有效。

困难在于，欧洲并没有提供资本支持的能力。欧盟的财政预算并不大。欧盟的财政预算只有欧盟GDP的1%，而有的国家的财政预算大概有GDP的50%。欧洲委员会和欧盟没有能力为银行提供资本，这只能由各个国家分别提供。所以，可以达成一个一致的大纲，但每个构架还是得分别决定它们要花多少钱、怎么花。

《财经》：*现在欧盟有统一的货币政策，应不应该也有一些统一的财政措施？*

戴维斯：一段时间来许多人认为，欧洲应该有更多财政方面的协调，以配合货币政策，但我个人认为这个可能性不大。具体的问题应该是欧盟如何采取更好的安排，来分担它们对金融部门救助的负担。因为许多银行的分支机构都遍布整个欧洲，但当危机发生时，母国的央行或财政部却必须提供全部支持。

比如富通是一个非常大的银行，总部在比利时，所以比利时要对它负责。

所以对这些大型欧洲银行的问题是，没有一个关于政府支持的安排，这一负担应该由该银行分支机构所处的国家共同分担，而不只是总部所在国。这是这一体系中存在的漏洞，现在正在弥补，也有很多争论。

《财经》：*萨科奇提出布雷顿体系二号，是否真的有必要改变目前的国际货币体系？*

戴维斯：我觉得不太可能。我觉得这样的比喻不太好，因为我认为问题在于金融监管，而不是汇率，而国际货币基金组织和世行最初创立是为了管理汇率。所以我认为不太可能会有一个对于国际货币基金组织和世界银行的大改革的共识。正如我说，关注点应该是，如何在国际范围内组织金融市场的监管。

《财经》：*是否到了改变美元作为单一世界货币地位的时候？*

戴维斯：我想如果你要抵消美元的作用，我们需要的不是更多货币，而是更少。我们需要一些重要的、人们会投资作为储备的货币。所以，实际上，你会看到美元的角色会部分转移到欧元身上，因为欧元是一个很大的货币，15个国家正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在使用。我不认为我们需要更多种主要货币，我想更应该是少数几个大货币，更能有效地削弱美元。

《财经》：*但目前看来，美元相比一年前并没有贬值，还是有走强的趋势，看似欧元没有机会竞争了？*

戴维斯：我不认为欧元没有机会竞争了，我想重心向其他货币转移、其他国家持有更大比例的欧元储备，是一个逐渐的过程。我想人民币会是一个非常强大的全球货币，但它目前仍受限于不可兑换性，这造成了困难。坦率说，要理解一段特定时间内为什么货币升值或贬值是极其困难的。

中国的角色

《财经》：*美国财政部肯定还要持续发债，中国还是要继续购买？*

戴维斯：我想这个问题将变得不那么重要了，因为，中国外汇储备的增长实际上在放慢。我想当下的全球经济再平衡将带来美国支付的减少、美国储蓄率的上升、中国贸易赤字的下降。我们也希望，看到中国国内消费的上升。这种再平衡必须发生。我想我们现在已经能看到这一过程开始的迹象。

《财经》：*具体而言，中国应该在这场危机中做什么？*

戴维斯：我想中国不应抗拒正在进行的这种调整，当然，中国政府可能被这样一种诱惑吸引，通过压低人民币币值、预防贸易顺差的减少来抗拒这种调整。但我想长期来看这是一个错误。短期来看，这可能对中国的增长有一定帮助，但长期而言我认为这是没有好处的。

另外，中国还应该刺激本国消费支出，当然政府正在采取一些行动，比如降低存款利息税等，把更多的钱留给一般的老百姓。

《财经》宏观周报第 11 期　2008 年 11 月 3 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九篇

中国镜像

中投：来自华尔街的诱惑

货币市场基金惊魂

危机之痛波及中国

雷曼“迷你债”大风波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中投：来自华尔街的诱惑

在逐步调整体制问题和协调海外投资准则之际，面对惊涛骇浪中的华尔街，中投公司遇到了前所未有的投资选择。

中秋节后，风波骤起。

在雷曼兄弟申请破产、美林集团被收购的9月15日，中国投资有限公司（下称中投）总经理高西庆抵达旧金山，出席私人股本投资业传奇人物福斯曼（Teddy Forstmann）组织的一场会议。

此时正是华尔街风雨飘摇之时。因此，高西庆的美国之行，被认为是中投正在参与对摩根士丹利等收购的信号。9月16日上午，摩根士丹利亚太区的电话会议里，其亚太区CEO也透露，摩根士丹利的谈判对象有美联银行、中投等。市场上一度传出中投将收购摩根士丹利49%股权的消息。直至9月19日，中投方面在接受新华社记者采访时正式否认此种可能，称摩根士丹利和高盛能独立解决面临的问题。

令人意外的是，几天后，美国时间9月22日上午，摩根士丹利宣布与日本三菱日联金融集团就进行全球战略联盟达成意向书。根据三菱公告，三菱将入股摩根士丹利，至多占其扩大后总股本的20%，并派遣一名代表加入摩根士丹利董事会。

对此，《华尔街日报》戏称："摩根士丹利向中国人求助，最后却上了日本人的床。"

曾经被国际市场认为将是这轮危机中最大买家的中投，这次并未出手。

止步大摩

在最近的这轮华尔街风暴中，摩根士丹利经历了一场惊心动魄的危机。在美国财政部对金融危机正式提出7 000亿美元的救助方案前，华尔街最骄傲的投行摩根士丹利和高盛，同样受到了市场的怀疑，而需要再次募资充实资本。

早在2007年12月，中投曾斥资50亿美元购买了摩根士丹利9.9%的可转换股权单位。按照双方公布的合约内容，中投每年收取摩根士丹利9%的利息，31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个月之后强制转股，转股价格区间为48.07~57.684美元/股，而摩根士丹利的最新股价约为28美元/股，较转股价的下限48.07美元约低41%。

距离强制转股期还有不到两年的时间，摩根士丹利是否能够咸鱼翻身，对于中投来说意义重大。

虽然还有充分的时间等待市场变化，但也有意见提出，趁低收购摩根士丹利，可以有效地降低持股成本。

《华尔街日报》报道称，中投的决策程序过慢造成了投资机会的错失。但据《财经》记者获知，价格和风险才是关键。

据称，摩根士丹利给中投开出的价码较高，与中投上次入股大摩时的价位相差不多，中投可以入股20%左右。这一价格是在雷曼兄弟宣布破产之后提出的，当时摩根士丹利在二级市场上的股价不过每股32.19美元，之后更是大幅下挫，到9月17日，跌至21.75美元。

"即便是同意较高的持股比例，但价格仍然太高。"知情人士说。

与此同时，摩根士丹利还希望中投能够提供一定数目的信用额度，从而可以应对现金流的问题。对于这一要求，中投断然拒绝，但提出可以向中国的商业银行申请授信。

就在中投与摩根士丹利加紧谈判的同时，摩根士丹利向美联储求助的进展也在加快。

美国东部时间9月21日晚间，美联储宣布同意高盛、摩根士丹利成为金融控股公司的申请，允许两家投行设立商业银行，进行储蓄业务，扩充两家银行的资金来源。

这一消息的公布，无疑增加了摩根士丹利在谈判中的筹码。仅仅一天后，美国东部时间9月22日上午，日本三菱集团就宣布与摩根士丹利达成交易，三菱将入股摩根士丹利，至多占其扩大后总股本的20%，并派遣一名代表加入摩根士丹利董事会。双方未公布具体入股金额，但据《华尔街日报》报道，三菱出资约为80亿~90亿美元，比摩根士丹利前一日的收盘价28美元溢价了三分之一。

不过，中投对再次投资摩根士丹利态度保守有其自身的考虑。据接近中投公司的有关人士表示，"大家都觉得中投是最大、最可能的买家。但是这个时候，如果价格不合适，其中的风险不确定，怎么可能贸然进入呢？"

9月26日，摩根士丹利首席执行官麦晋桁（John Mack）赶赴北京，对中投解释日本三菱的入股事宜。有识者称，在日本三菱入股后，如何利用当前的时机保护自身利益，成为考验中投投资智慧的关键时刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前，中投公司曾经作为美国银行、JC FLOWER 的伙伴共同参与竞购雷曼兄弟的谈判。最终因为美国政府无法给出挽救贝尔斯登一样的担保条件，雷曼兄弟的竞标者先后退出谈判，从而导致了雷曼兄弟的最终破产。

“即便集中全球所有的精算师给美国国际集团做测算，至少也要半年时间。”业内人士说，“在这种情况下，中投如何控制投资风险成了最大的问题。”

“在这种情况下，谨慎对外投资是明智之举。”这位人士评价说。

制度困境

9 月 29 日，中投迎来成立一周年。几天前，中投刚刚开通了其公开的公司网站。成立之初，财政部通过发行特别国债的方式筹集 15 500 亿元，购买了相当于 2 000 亿美元的外汇储备作为中投的注册资本金。

成立一年来，中投一直强调其自主经营、商业化运作的模式，在全球范围内对股权、固定收益以及多种形式的另类资产进行投资。但财政部发行特别国债注资所带来的利息和人民币汇兑损失的有关争议，直到最近才刚刚达成共识。

从 2007 年 8 月 29 日到 12 月 17 日，财政部先后分 8 次发行了 15 500 亿元人民币的特别国债注资中投，利息从 4.3%~4.69% 之间，期限为 10 年和 15 年两种。按照当时非正式的说法，发债的成本由中投承担，因此中投每年的资金成本在 5% 左右。

中投董事长楼继伟曾经说：“按照 2 000 亿美元的规模计算，如果按工作日算，平均每个工作日要赚 3 亿元人民币。”

2008 年 2 月，财政部曾经发文要求中投用人民币支付利息，而且是一次性支付 15 500 亿特别国债的首次 6 个月利息。由于中投的资本金并未一次性到位，因此除去高达 7% 左右的汇兑损失，中投还需要提前支付尚未到账的资金利息。

新加坡政府投资公司（GIC）最近公布其过去二十多年的年均收益率不过为 5.8%，而且称“不应期望未来每年的收益率都能达到这个水准”。相形之下，中投从一成立就要承担 5% 的利息，确实很难操作。

一直到 2008 年 8 月下旬，财政部才最终同意承担为成立中投所发行的 15 500 亿人民币特别国债的利息。财政部为特别国债设立基金专户，基金专户资金来源主要是中投上缴的利润，基金专户的资金用以每期利息的支付。当然，中投缴纳利润的时间也不是按照特别国债付息日来计算，而是根据中投财政年度和董事会确定的分红情况，上缴利润或支付股息。

资本金利息问题的解决，对于中投来说是理顺公司外部环境的重要举措，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中投的运作仍然存在着大量制度空白。

与国际上其他主权财富基金大为不同，中投的设立并没有通过全国人民代表大会的审议。其他国家的主权财富基金多是宪法给予明确的地位并有相应的法律，如新加坡在淡马锡成立之初就制定了《淡马锡宪章》。

中投成立的唯一正式文件就是国务院的一个批复。对于中投来说，历史使命、长期发展目标至今未以法律的形式确定下来，包括资金的补充、未来的发展以及公司治理结构、收益的分配等，都缺少相关的法律条文。这留下了很多不必要的不确定性。

“这些问题都不是一个商业化机构所应承受的，中投自己也解决不了。”接近中投的人士说。

诸如，中投的总投资规模是确定在 2 000 亿美元，还是未来还有可能增加？来源是什么？盈利如何处理？“如果只有 2 000 亿美元，那现在中投的投资就太密集了，完全没必要这么急着投出去；如果明年还会再有 2 000 亿美元，那现在的投资则大大不足。”一位投行资深专家表示。

协调汇金

在所有这些制度性问题中，汇金的地位以及与中投的关系被认为最难以描述。

在中投日前正式对外公布的公司章程中称：汇金作为公司的全资子公司，根据国家金融体制改革的需要，从事国有重点金融机构股权投资，不开展其他任何商业性活动，不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动。中投主要通过子公司汇金公司参股境内金融机构。原则上不主动参股境内非金融企业，但购买境外上市股票、被动持股或经国家有关部门批准的除外。

汇金公司由于承担了国有金融机构改革的政策性任务，因此难以被界定为纯粹的商业机构。

2005 年中，中行、建行开始进入上市程序，而按照香港证交所《上市规则》的有关规定，汇金作为中行建行同时的大股东，构成了同业竞争，不符合上市条件。为此，汇金公司与港交所进行了协商，把汇金界定为准政府机构。

中投公司的运作和走出去，则需要完全商业化的定位。因此，这样两家性质不同的机构放在一个框架下，矛盾凸显。

针对汇金问题，美联储等海外金融监管机构多次要求中投公司解释情况，并计划限制中投公司在美国的投资，也一度成为不批准工行在美分行牌照的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据美国《银行控股公司法》，中投、汇金公司控股的中国银行在美国设有分行，因此必须遵守《银行控股公司法》中规定的诸多限制，包括：在全球范围内不得收购从事非银行业务的公司5%以上有表决权的股份、需向美联储提交定期报告、维持规定的资本充足率等。其中，非银行业务限制，对于中投在全球开展投资业务将构成严重障碍。

在2008年6月的中美第四次战略经济对话期间，中投的定位问题再次成为双方对话的议题之一。美方进一步认为，中投拥有汇金公司，汇金旗下有多家银行等金融机构，因此应该算是金融控股公司。如果中投被认定为金融控股公司，就需要接受美方很多方面的监管，在美国的投资也会受到很多限制。

2008年6月中旬，中投的美国律师正式代表中投向美联储提出了《银行控股公司法》下的豁免申请，美联储此前曾经给予过其他国家政府公司在这方面豁免的先例。

7月18日，汇金公司宣布改组董事会。根据国务院的批复，汇金公司董事会由楼继伟、李剑阁、谢平、吴晓灵、金莲淑组成。这五人中除了董事长楼继伟是中投董事长，其余四人均与中投无关。“目的是为了保证中投和汇金各自的独立性。”中投有关人士说。

按照中投的说法，中投与汇金公司董事会完全分割，中间设有“防火墙”，可以解决两家不同性质机构的管理问题。

8月5日，美联储在其网站上公布了一份文件，对中投及汇金在美国投资的诸多情况进行了定义。对于中投和汇金公司在《银行控股公司法》的义务下给予豁免。

美联储当前对于中投的宽容，为中投未来的对外投资留出了相当的空间。

投资得失

中投在成立不过一年的时间里，恰逢美国金融风暴愈演愈烈，从百仕通到摩根士丹利、JC FLOWER，但凡金额巨大的投资行为都表现为账面的亏损；虽然这与市场环境有着密切的关系，短期内也不能判断成败，但也从一个侧面说明中投公司仓促上阵的尴尬。

首先，重大投资过于集中在美国。无论是百仕通、摩根士丹利还是JC FLOWER都是华尔街的知名机构，而这种同类投资往往会出现“一荣俱荣，一损俱损”的情况，难以有效分散风险。

有投资界资深人士提出，当前在美国经济出现逆转的情况下，很多中南美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洲、亚洲甚至非洲的国家并没有受到影响，如果能够把资金分散于全球不同的市场，风险必然有所降低。

其次，投资过于集中在金融机构。对于摩根士丹利、百仕通这类华尔街顶级机构，中投公司并不具备管理能力和经验，也无从判断这类机构本身的资产情况，又往往不聘请有独立性的专业财务顾问，因此谈判过程中难以保证自身利益。

2007 年 12 月，淡马锡以 59 亿美元入股美林。和中投不同的是，淡马锡和美林签署了“选择性投资条款”（Select Investment Terms），其中有一条对冲股票跌价的条款（Price “Reset”）明确规定，“若美林在完成招股后一年内，以低于淡马锡入股价格（即每股 48 美元）增发普通股，那么美林要向淡马锡赔偿全部差额。同时美林也有权选择向淡马锡免费发行新股，金额也要与差额相等。”

受此条款保护，在其后美林新一轮的融资中，淡马锡获得了 25 亿美元的补偿，使得其投资美林的总额达到 59 亿美元，但每股成本却下降到 23 美元。在美林被美国银行以每股 29 美元的溢价收购后，淡马锡可从中获利约 15 亿美元。此时，距其 2007 年交易完成仅 10 个月。

9 月 23 日，高盛发布公告称，将获得巴菲特旗下的伯克希尔哈撒韦公司 50 亿美元投资。根据公告，巴菲特将认购 50 亿美元高盛长期优先股，股息为 10%，还将获得买入 50 亿美元普通股的认股权证，可在 5 年内行使，行使价为每股 115 美元。此时高盛的二级市场价格为每股 125.05 美元，已获得银行控股公司的牌照。在这种背景下，巴菲特的行权价比二级市场价格低了 10 美元。

巴菲特和中投，同样能够提供的资金，之所以被认为“含金量”有所不同，是因为巴菲特的投资可被视为顶级投资大师对高盛所投的信任票，而中投却面临着国际舆论对主权财富基金的种种疑虑和担忧。

因此，有资深业内人士认为，在这种情况下，中投不如以静应变，在无法确认市场前景的情况下，谨慎对外投资，特别要警醒自身被“抄底”之类的散户心态左右。作为新生的主权财富基金，应该多看少做，先学习后操作，首要的是完善公司内部的治理结构，建立科学的投资决策机制以及风险控制机制，才是治本之策。

《财经》2008 年第 20 期　李箐 等 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币市场基金惊魂

中投不幸陷入美国号称最安全的货币市场基金的赎回风波。

9月16日，美国历史最悠久的货币市场基金 The Reserve 管理的 Primary Fund，被迫核销持有的7.85亿美元雷曼债券，基金单位净值也跌至0.97美元。货币市场基金跌破1美元净值的情况，在其几十年历史上罕有发生，市场信心因此近于崩溃。

大洋彼岸，中国投资有限公司（下称中投公司）不幸持有约54亿美元的 Primary Fund，不得不面临亏损的局面。

“在 Primary Fund 中的投资，是我们现金管理的一部分，按理是不应该有任何风险的。”中投公司副总经理、首席风险官汪建熙对《财经》记者说。

“安全港”不安全

货币市场基金在20世纪70年代产生于美国，是一种投资于货币市场工具的共同基金，投资者只要交1 000美元就可开立账户，买入基金份额。

1970年以前，美国大多数州根据美国《1993年银行法》（也称“格拉斯—斯蒂格尔法案”），“禁止对活期存款支付利息，对定期存款也规定了最高利率上限”（金融界习惯称之为Q条款）。为了突破Q条款限制，商业银行开始了一系列的金融创新，其中最成功的就是货币市场基金。

1971年，美国的鲁斯本特和亨利布朗，为了规避Q条款5.25%的存款利率上限规定，将储户小额存款集中起来，投资于当时小储户无法进入的大额定期存单市场，然后将较高的收益分给投资者，这被视为货币市场基金的起点。

货币市场基金较之银行存款收益高、风险不大、可开支票，实质上是一种支付利息的支票账户，但法律上不被视为存款；既不受Q条款限制，也不需要向美联储缴法定准备金，因而得到迅速发展。

货币市场基金投资的货币市场工具，违约风险和利率风险都非常低，主要有短期国债、回购协议、银行承兑汇票、商业票据、大额可转让定期存单（信用违约掉期）等。这类证券均具有期限短和安全性高的特点，加之货币市场基金以其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独特的投资组合和流动性管理，确保了投资者资金的安全，因此在一定程度上可以替代银行存款。

比如，货币市场基金基本上采取开放式基金的形式，甚至货币市场基金允许投资者在自己的基金账户上签发支票和转账。这些使得投资者可以随时追加投资额，也可以随时通过签发支票的形式退出基金。

越来越多的非金融企业将货币市场基金作为一种现金管理工具。由于通过持有货币市场基金，非金融企业既能得到由共同基金提供的规模经济收益，又可保持良好的资产流动性。因此，货币市场基金成为一般投资者在尚未发现合适的投资目标时存放资金的地方。

不过，与银行存款不同，货币市场基金属于共同基金范畴，因此没有联邦政府保险。

根据 ICI（Investment Company Institute）的统计，截至 2008 年一季度，货币市场基金所管理的资产占全球共同基金资产总额的 23%。这一数字一直远远高于债券型基金的市场份额，足见市场对于货币市场基金的信任。

然而，在近来的金融风暴中，即使被称为现金管理避风港的货币市场基金也未能幸免。The Reserve 管理的 Primary Fund 首先跌破面值，原因是其持有雷曼发行的 7.85 亿美元的资产支持商业票据（ABCP）。雷曼申请破产后，The Reserve 于 9 月 16 日采取了将 7.85 亿美元相关资产全部减记为零的做法，并计算得出当日净资产损失 3%。

赎回潮

The Reserve 是一家管理着 620 亿美元资产的老牌货币市场基金公司。旗下的 Primary Fund 是一只号称以保本为主要目标的保守型投资基金，面向广大个人及机构投资者。

美国东部时间 9 月 15 日一早，雷曼兄弟破产的消息一经公布，全球金融市场的投资人立刻进入紧急状态。

“当时我们的前台系统立刻要求我们购买的各个基金产品提供投资明细，进行分析判断。”中投公司有关人士介绍说。

9 月 16 日，中投公司得知 Primary Fund 持有雷曼相关债券后，于美国东部时间 9 月 16 日早晨通过传真形式向 The Reserve 发出了全部赎回的交易指令。当天下午，中投公司还得到了 The Reserve 通过电子邮件发回的确认。

当天晚上，The Reserve 公司发布公开声明，承诺在美国东部时间 9 月 16 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下午3时以前申请赎回的资金，仍将按1.00美元进行偿还；在此时点后的赎回将按照新确定的资产净值，即9月16日当日公布的资产净值0.97美元进行赎回操作，即本金损失3%。

“我们这次的判断非常及时准确，也很幸运地在9月16日下午3点前确认了赎回时点。”中投公司有关人士说。

不过，从9月16日下午起，The Reserve的这个声明很快被随之而来的赎回大潮淹没。由于根本无法完成如此巨额的赎回，The Reserve不得不向美国证监会申请暂时冻结赎回。

这也触发了整个货币市场投资者的信心危机，一时间，赎回指令涌入各货币市场基金。在9月16日后的几天内，超过1 500亿美元的资金撤出了货币市场基金，并导致另一家货币市场基金Putnam优质货币市场基金被迫清盘，由此导致了货币市场面临严重流动性短缺。

9月19日，由于赎回量继续增加，The Reserve向美国证监会提出申请，要求延长清算交割的时间，理由是为了保护所有投资者免受目前波动市场的不利影响。

对于货币市场基金来说，由于实质上采用的是开放式基金的模式，每日都需要进行清算交割，因此一旦发生集中赎回的情况，必须对其持有的所有资产进行转让，而在这种背景下进行的交易，必然会加剧投资者的损失。

9月22日晚，美国证监会对The Reserve的请求进行了回应，同意其延长清算资产返还投资人资金的请求，直到市场稳定。

9月29日，The Reserve发布公告，称将在10月13日前后向投资人返还200亿美元。之后这一返还计划一再延期，至10月22日，The Reserve再度发布公告称，首期返还资金将增加至250亿美元，估计将在10月31日完成返还。但这一返还是针对所有投资人的，那些本来以为在9月16日下午3点前发出赎回指令能按面值赎回的投资者，并不享有任何优先。

这意味着，中投在The Reserve投资的54亿美元终将面临最多3%的亏损。

双向诉讼

北京时间10月15日，中投公司发表声明称，基金已经书面确认将返还中投公司全部本息，并称由于中投公司在该基金宣布停盘前发出全盘赎回指令，因此不会出现停盘后未赎回的基金投资者可能遭受的3%本金损失。中投公司认为，根据相关法律，中投公司有全面的法律权利要求该基金返还全部本息。

然而，仅仅几个小时后，The Reserve就在其网站发表声明称，中投公司将按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终清盘方案获得返还款项，且收到返还款的时间不会早于其他投资者，返还款数额将按最终清盘方案确定。这一声明内容，显然否认了中投公司拥有全额赎回权。

与此同时，美国已经有多家机构和个人向法院对 The Reserve 提起诉讼。

房屋建造与购房融资服务提供商 M.D.C.Holdings，INC.（MDC）在 Primary Fund 中的投资为 2 500 万美元。和中投公司一样，它在美国东部时间 9 月 16 日下午 3 点前，向 The Reserve 提出了赎回申请并获确认，但至今未获全额赎回。在起诉书中，MDC 认为，The Reserve 就赎回投资一事有意误导原告，包括以公告与基金管理人员口头承诺形式，保证将对有效时点前发出的赎回指令全额返还以本金；起诉书还控告 The Reserve 做出如此不审慎的全额赎回承诺，仅是为了防止挤兑发生而做出的虚假承诺；The Reserve 无权不履行在赎回要求提出后一天内的现金返还责任。

但更多起诉方为并未在有效时点前发出赎回指令的投资者，并以个人、中小机构投资者为主。

这些原告认为，The Reserve 做出的区别赎回时点进行赎回操作的行为，违反了基金招股公告。

迫于投资者起诉带来的压力，The Reserve 最终选择了“一视同仁”。9 月底，The Reserve 网站公告声称，该基金已决定将 Primary Fund 清盘，并将“按投资比例”逐步返还投资者，首批返还资金为 200 亿美元，返还对象为 9 月 15 日前未赎回或发出赎回指令但尚未获得返还现金的所有投资者。

《财经》记者多次联系 The Reserve 公司，希望他们能够对 9 月 16 日发出的声明以及 10 月 15 日针对中投公司的声明做出解释，但是 The Reserve 一直没有回复。

“无上限”救市

Primary Fund 在货币市场上的表现，严重刺激了投资者，惊恐万分的投资者纷纷撤回投资。

金融服务公司 Crane Data LLC 称，在此后的 5 个交易日中，投资者从货币市场基金中撤出 2 000 亿美元，占货币市场基金总资产的 6.4%。各货币市场基金被迫出售资产应对投资者的赎回，而此时正值信贷市场急剧恶化之际，极可能导致进一步系统性危机。

由于货币市场资金在为金融系统提供流动性方面的重要角色，美国财政部和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储先后动用各种措施维护货币市场的稳定。9 月 19 日，美国财政部和美联储分别宣布新措施，为总额约为 2 万多亿美元的美国货币市场基金行业提供支持。

美国财政部发表声明说，美国总统布什已授权财政部长保尔森动用总额达 500 亿美元的汇率稳定基金，为货币市场基金行业提供担保，以避免购买基金的投资者遭受损失。

与此同时，美联储当天发表声明说，将扩大对商业银行的紧急贷款措施，以帮助它们从货币市场基金购买商业票据。此举将有助于货币市场基金满足投资者的赎回要求。

美国财政部对于货币市场基金的担保计划，适用对象为截至 2008 年 9 月 19 日收盘时，由股东持有的应税和免税货币市场基金，该计划期限为一年，货币市场基金必须支付费用才能加入这项计划。

10 月 7 日，美联储新开“商业票据融资工具”（CPFF），美联储将从商业票据发行者（企业或银行）手中购买商业票据，这意味着以往只向银行贷款的中央银行，也开始直接借款给商业企业。

10 月 21 日，美联储又推出了“货币市场投资者融资工具”（MMIFF），将为以货币市场共同基金为主的投资者，提供总额最多 5 400 亿美元的贷款，以购买 90 日内到期的美元存款凭证、高评级金融机构发行的商业票据等。这一新工具将持续到明年 4 月 30 日。

美联储还表示，未来还将开展另一个“无上限”计划，以便从发行商处直接购买商业票据。

一位华尔街高风险类债券交易人士向《财经》记者表示，政府的一系列力挺货币短债市场的举措，将帮助抬高商业票据市场价格。

但这一切已与 Primary Fund 无缘。10 月 9 日，The Reserve 向美国政府提出其旗下管理的基金（包括 Primary Fund）参加货币市场基金保证计划的申请。但据美国财政部发言人的公开发言，9 月 19 日时资产净值低于 1 美元——精确为 0.995 美元或以下——的基金无法参与该保证计划。

“The Reserve 的 Primary Fund 肯定不能参加美国政府的这个保证计划，目前的申请不过就是死马当成活马医。”前述华尔街律师称。

中投抉择

在本轮金融风暴中，中投公司的投资一再出现亏损，外界对此议论纷纷。但对于在 The Reserve 管理的 Primary Fund 上的投资亏损，观察人士多认为是难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预料的。

世界上最大的固定收益类资产管理公司之一——PIMCO 亚太区首席执行官贝克尔（Brian Baker）向《财经》记者表示，中投将部分闲置资金放置在货币市场基金，等待投资机会是正常与谨慎的策略。

“The Reserve 是最大的货币市场基金之一，谁会想到这样的基金会出事？” Baker 认为，中投公司 2 000 亿美元的投资规模，分出其中的几十亿美元在某一种投资工具上，并不奇怪。

美国外交关系委员会经济学家赛瑟（Brad Setser）对《财经》记者表示，很难说中投公司此次在货币市场基金的投资是否足够审慎。对于中投公司整体可支配投资海外资产的资金规模来说，50 亿美元约占 5%，对于外部资金管理人而言，是个不小的数目。但是，目前所有的投资看起来都比从前预计的要危险。

据接近中投公司的人士称，中投公司内部也已经进行过测算，这次投资 The Reserve 的 Primary Fund 的亏损应该小于 3%，因为此前 The Reserve 减记的 7.85 亿美元面值的雷曼商业票据尚可能追回部分价值，预计投资损失可能在 4 000 万 ~8 000 万美元之间。

“除了这只基金，中投公司所有的货币市场基金都在美国政府的保证计划之下，应该不会再有新的损失。”知情人士透露。

相形之下，中投公司如何挽回或摊薄此前的投资损失成为市场焦点。10 月 17 日，在整体金融环境并不乐观的情况下，中投公司再次出手，宣布将增持百仕通集团（Blackstone Group L.P.）的股份至 12.5%。

据了解，中投是在公开市场购入股票，在百仕通的投资已经超过 10%。中投公司高层此前多次对媒体表示，中投公司将秉承长期投资理念，旨在追求风险调整后的长期回报。2008 年 3 月，中投公司副总经理汪建熙公开表示，将持有百仕通 5~7 年。业内人士分析称，这次的增持可以被认为是进行价值投资。

据了解，中投公司希望新增持的百仕通股份是有投票权的股份。在过去中投公司的对外投资中，大部分都放弃了投票权和董事会席位。

“即便进入董事会，中投公司也肯定不会去干涉管理层的日常经营。”知情人士分析说。

另外，在中投增持百仕通的这宗交易中，还涉及是否需要向美国外国投资委员会（CFIUS）进行申报并获得相关批准。

在美国财政部新的《关于外资与国家安全提案》(Foreign Investment and National Security Act，FINSA）中，重新定义了外资对美国公司的控制权。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国外国投资委员会认为，外资拥有实际操纵美国公司重大事务的能力，不管其持股比例有多小，也不管其是否实施这种权力，这项交易都将接受美国外国投资委员会的审查。一旦审查认为交易影响了美国国家安全，交易将被取消，相关的投资将会要求在一定时期内（一般是 3~6 个月）从市场退出。

来自百仕通集团的信息称，它已经与美国外国投资委员会进行了非正式的沟通，中投公司增持至 12.5% 应该不需要审查。

“这次对百仕通的增持不会耗费很多资金，但是发生在摩根士丹利引进日本资金之后，应别有深意。”知情人士称，“这次中投增持百仕通超过 10%，实际上也是对美国外国投资委员会的一个挑战，对于中投公司这类资金，美国的态度到底是什么。”

在此之前，摩根士丹利刚刚宣布了引进日本三菱金融集团入股的消息，此前市场曾经预期中投公司会增加在摩根士丹利的投资。

根据中投公司在 2007 年底与摩根士丹利达成的入股协议中的反稀释条款，如果在 12 个月之内有其他投资者投资摩根士丹利，从而稀释了中投公司的股权，中投公司可以同等条件补充至 9.9%。按照三菱与摩根士丹利目前公布的条款，中投公司的股权已经被稀释至 7.9%。

消息人士还称，中投公司目前还在与摩根士丹利进行谈判，希望能够在 2010 年 7 月进行的转股价格上获得一定的补偿。2007 年中投投资摩根士丹利 9.9% 的股权时，是以强制性可转换优先股的形式进入的。

“当时约定的转股价下限是 48.07 美元，而大摩的二级市场股价现在不过 19 美元，未来的上涨可能还是个问号，谈判的余地很大。”分析人士说。

亦有市场人士分析称，由于最初投资时的合同框架所限，中投公司重启谈判时手中的筹码并不多。更重要的是，对于中投公司来说，当前亟待解决的问题是专业化队伍的建设，比如薪酬管理的限制，使得中投很难请到华尔街顶级投资人士管理资产。

《财经》2008 年第 22 期　吴莹　李箐　王维熊 / 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机之痛波及中国

雷曼破产引发的银行敞口只是序曲，随着金融危机的深化，相应风险还会次第显露出来。

国际投行：覆巢之下

“公司申请破产保护，大家都很难过。一夜之间失去了工作，作为薪酬的一部分，大家积累多年的公司股票也变得分文不值。”9 月 15 日，雷曼兄弟控股公司中国区首席执行官杨志中，在香港获知了雷曼申请破产保护的消息。不过，他仍然试图振奋其中国团队，要求大家继续保持为客户服务和团队合作的精神。

在华尔街第四大投资银行雷曼倒下之后，这支近年来业绩不俗的中国团队深感震惊。“那个周末直到最后一刻，大家都还觉得有一线生机。”杨志中直言，所有人都对这个结果准备不足。

雷曼尽管近年来薪资优渥，但有相当大一部分是以雷曼股票的形式支付的，因此，员工财富损失惨重。比如，杨志中手中的股票有五年的锁定期，而截至 9 月 15 日，他在雷曼工作刚满四年。

接近雷曼的有关人士称，目前清算行已进入雷曼香港的业务部门，雷曼中国的员工多数还在继续坚守岗位，核心团队何去何从仍未确定，预计在 10 月 15 日左右将会尘埃落定。此前的 9 月 22 日，日本野村控股宣布将收购雷曼的亚太资产，包括日本、中国、印度和澳大利亚的投资银行，并将保留雷曼在上述地区的所有 3 000 名员工。

接管者野村控股中国代表处一位人士对《财经》记者坦承，野村一直有意进入中国市场，曾与多家中小型券商接触，但均未有结果。因而市场人士预计，野村会珍视雷曼的中国团队，但能否成功整合华尔街老牌券商，显然仍有很多挑战。

除了雷曼，近年来在中国市场上风光无限的外资投行均进入了盘整期。2008 年 8 月以来，瑞银集团宣布旗下商业银行、投资银行、财富管理业务分治，建立各自独立的风险控制机制和考核体系。目前，瑞银集团在中国的业务恰恰以全能银行为优势，其旗下的瑞银证券目前依然是国内唯一拥有全牌照的券商。对于瑞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银业务分治的影响，瑞银集团中国区主席兼总裁李一在接受《财经》记者专访时坦承，具体计划恐怕要到年底才会落定。不过，他表示，分治后，对外仍为客户提供一体化的服务，主要是内部分工更为明确，各部门会更关注自身风险和收益的匹配。

进入10月，瑞银已宣布在投行业务领域裁员2 000人。但北京的瑞银证券仍然维持了扩张态势。《财经》记者获悉，仅瑞银证券资本市场部近期就新招聘了24人，其中一些人来自美林和雷曼。

9月23日，瑞银还宣布任命原深圳投资控股有限公司首席营运官张化桥为投资银行中国区副总经理，前任中国区投资银行部主席及总经理蔡洪平被擢升为投行亚洲区副主席，李一称此举“充分说明中国对于全球投资银行业务及瑞银的重要性”。

总体而言，国际投行在中国的业务冷暖不均。多位受访的投资银行家均表示，一些目前为止仍损失有限的投行，其中国业务正伺机寻找开疆拓土的难得机遇；而一些正遭遇“改朝换代”的国际投行，其中国团队则面临团队变化、等待战略调整，恐将面临较长的一段磨合期。其中摩根大通和瑞士信贷都在招兵买马，前者预计会在消费者银行、批发业务和合资证券公司方面大肆出手；后者则会在壮大合资公司的同时，整合旗下投资银行、私人银行和财富管理业务，以期构建一体化的优势。瑞信亚洲区（除日本）投资银行部副主席兼中国首席执行官张利平透露，瑞信近期还将全球董事会移师香港，实地探讨如何紧紧抓住亚太区的发展机遇。而德意志银行中国董事长、环球银行部亚太区总裁张红力亦表示，他们对中国市场有坚定的承诺——在本地注册了法人银行，增加在华夏银行和嘉实资产管理公司的股份，还搬进了新的办公场所。

但另外一些国际投行的中国团队则在一定程度上面临核心团队人员流失的考验，及新股东战略调整的不确定性。

随着高盛和摩根士丹利变身为银行控股公司，投资银行以高杠杆模式带来的高回报机制已不复存在。

近年来，投资银行恐怖的高额奖金也必然大受影响，这在高度依赖人力资本的投资银行业，恐怕是不小的冲击。“长期来看，投资银行从业人员应该和律师、医生一样，专注于客户服务及专业水平，而非不计风险地追逐利润和回报。”杨志中表示。

银行敞口

9月16日，在雷曼兄弟申请破产保护后的第一个工作日，中国银监会紧急通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知中资银行，当天即上报与所有雷曼兄弟、美林相关的资产状况、风险状况以及可采取的保全措施。

迄今为止，建行、工行、中行、交行、招行、中信、兴业七家上市银行，相继披露了持有雷曼相关资产的情况。根据公开资料，这些债券以及风险敞口的数量约为 7.2164 亿美元。与此同时，民生银行、深发展和宁波银行均已明确表示，未持有雷曼相关债券。

不过，接近监管部门的有关人士及一些商业银行的人士均证实，国内银行持有的雷曼相关债券全口径达几十亿美元，远不止公布的几亿美元。这里所谓的全口径统计，包括直接持有的雷曼债券现货、给雷曼的贷款、与雷曼债券相关的衍生品名义本金，也包括 QDII（合格境内机构投资者）理财产品相关的投资状况。因为 QDII 理财产品为银行表外业务，属于表外资产，银行从中获取手续费并计入中间业务收入，所以，按照有关规定，这些数据可以不公开披露。事实上，北京银行、招商银行、中国银行等都持有相关产品。这是导致当前披露的数据和实际持有数据有较大差异的原因之一。

建设银行已公告持有的雷曼债券数量居七家银行之首，共计 1.914 亿美元，其中，高级债券 1.414 亿美元，次级债券 0.5 亿美元；紧随其后的是工商银行，持有约 1.518 亿美元；受次贷危机影响较大的中国银行（目前曝出的雷曼相关债券及贷款总计 1.2882 亿美元，位居第三；交通银行披露持有 7 002 万美元。

随着各家国内上市银行陆续披露持有雷曼兄弟债券情况，雷曼兄弟破产可能带来的银行表内业务风险已渐露峥嵘。但直至目前，包括 QDII 在内的银行表外理财产品暗藏的风险仍未明晰。

“现在发布信息公告的 QDII 产品，都是因为说明书中明确了与雷曼发布的产品或债券相关。而对于那些收益参考基准与雷曼产品无关、但是投资组合中仍包括雷曼相关资产的理财产品，风险究竟有多大，目前还无法准确估算。”9 月 22 日，一位资深衍生品设计人士对《财经》记者如是说。

目前，明确发布公告提示产品风险的中资银行，包括招商银行、中国银行以及北京银行。其中，招商银行、中国银行的理财产品均以雷曼兄弟发布的指数产品表现作为收益参考标准。

招行发行的“雷曼兄弟农产品指数表现联动理财计划”，其理财收益与雷曼兄弟农产品指数（LBAGER Index）表现挂钩；中行两款代客境外理财产品中银稳健增长（R）和中银新兴市场（R），分别以雷曼兄弟美元综合债券指数（1~10 年，A 级以上）和雷曼兄弟 1~10 年美国政府债券指数，作为收益参考基准之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着雷曼兄弟步入破产程序，未来这些指数产品或将更名、消失，由此导致上述中资银行理财产品投资收益估值的困难。不过，招行、中行之前均已在产品说明书中言明，一旦指数制定人发生变更，将会在市场寻找相近指数进行代替，或直接根据原指数编制细则进行重新编制，“业绩基准的修改不会对产品净值造成任何影响”。

相比之下，北京银行的两款理财产品则受影响更大。这两款2007年9月发布的美元12个月期信用挂钩型理财产品，相当于购买了一种信用违约掉期。按照产品约定，其挂钩的相关信用主体包括雷曼兄弟、美林集团等五家美国金融机构；如果这五家机构出现违约事件（包括破产、重组和支付违约），北京银行将买入违约信用主体所发债券，之后依市场价格卖出。理财产品资产将承担由此产生的价差损失和交易费用。

雷曼破产引发的银行敞口只是序曲，随着金融危机的深化，相应风险还会渐次显露出来。

银监会的统计数据显示，截至2007年底，共有23家中外资银行（12家中资，11家外资）取得了开办代客境外理财业务资格，其中21家中外资银行（12家中资，9家外资）共取得166亿美元境外投资购汇额度；16家中外资银行推出262款银行QDII产品，人民币销售额达到414亿元，美元销售额为12.5亿元。

前述银监会人士在接受《财经》记者采访时透露，监管部门已要求各家银行，“第一要关注风险；第二要计算风险敞口大小、潜在的损失多少；如果确实有损失，要提足拨备”。该人士称，目前不会要求商业银行单独就代客境外理财一类的风险敞口进行信息披露，“没有这种必要，我们不能没有风险就制造风险”。

此外，雷曼提供的一份公开资料称，在定息收益方面，该公司与国家外管局和国内多家银行保持着密切的联系，为他们提供投资和风险管理的专业服务。

保险：美国国际集团震荡

在雷曼破产引发的新一轮危机中，美国国际集团（AIG）是与中国关系较为密切的一家金融机构。

9月16日晚间，美联储承诺向美国国际集团提供850亿美元贷款，作为代价，美联储将持有80%的股权，美国国际集团需要出售资产以偿还这笔巨额债务。

1992年美国国际集团在上海营业以来，到目前为止，仍是唯一以独资形式在中国经营寿险业务的外资保险公司，由友邦保险公司（下称友邦）和美亚财产保险有限公司（下称美亚）分别经营寿险和财险业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"从中国市场的情况来看，友邦、美亚的经营是完全正常的。"保监会副主席李克穆对《财经》记者表示，美国国际集团的主营业务并没有问题，无论是保险业务，还是庞大的飞机租赁业务，都运转正常。

事实上，美国国际集团的风险是由其衍生品部门一手酿造的。不过，市场依然风声鹤唳。随后几天，因恐慌而退保者不期而至。

友邦保险中国区总裁陈荣声对《财经》记者表示，由于友邦保险是唯一以独资形式在中国经营寿险业务的外资保险公司，友邦保险中国业务对美国国际集团具有特殊价值，这是美国国际集团在考虑出售资产还贷时应予斟酌的重点。对于各界十分关注的美国国际集团是否可能出售中国或亚洲业务，美亚保险企业传播部高级经理谷学斌亦声称"非常明确，不可能卖"。

然而，坊间关于美国国际集团出售亚洲资产少数股权的传闻日盛一日，更传出多家中资机构对此产生兴趣。对此，接近中国人寿股份公司的人士对《财经》记者表示，对于美国国际集团亚洲出售至多49%少数股权的方案不感兴趣。此外，美国国际集团的情况仍不明朗，也降低了交易的吸引力。

《财经》2008年第21期 温秀 沈乎 方会磊 等/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷曼“迷你债”大风波

复杂的衍生工具、银行的过度销售、投资者的盲目跟进，雷曼“迷你债”的兴衰正是金融危机的香港缩影。

香港雷曼“迷你债”的持有人们，不得不面对一个冷酷的现实：香港特区政府（下称港府）10月8日清晨明确表态，不会为雷曼“迷你债”投资者保底埋单。

当日上午，近千名雷曼“迷你债”持有人（港称雷曼“苦主”）聚集在香港立法会门外，要求立法会介入调查“银行欺骗”及“政府失职”行为。

这一天，也是香港新一届立法会议员宣誓就职日。这些雷曼“迷你债”持有人在立法会门外怒吼：“银行无良，还我血汗钱，还我棺材本！”部分债券持有人高举横幅，要求香港金管局总裁任志刚、财经事务及库务局局长陈家强引咎辞职。

10月6日，港府以银行在债券销售手法不当为前提，建议银行按市价回购“迷你债”。但未料到此方案仍不能平息持有人的怒气。

港府财政司司长曾俊华指出，政府的这一提议是想让投资者在最短的时间内取回部分资金，否则按照正常程序将需要一段较长的时间。他呼吁投资者要冷静和理性。

“迷你债”背后涉及的诸多复杂金融衍生品，正在欧美市场引发惊涛骇浪，不过，与这些金融衍生品一般面对的机构客户不同，“迷你债”在香港卖到了大量个人投资者手上。

分析人士表示，港府应该彻查银行在销售此类金融产品时有无不当和诈骗，也应反思金融监管的疏漏之处，但并无理由“百分之百赔付本金”。

10月9日，任志刚称金管局已经受理的投诉个案超过7 000宗，并称将尽快彻查雷曼“迷你债”投诉个案。

风波骤起

自美国第四大投行雷曼兄弟于9月15日宣告破产以来，香港雷曼“迷你债”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的持有者们就陷入了绝望。

香港证监会的数据显示，香港市场上与雷曼有关的金融衍生品金额高达156亿港元，当中约125.7亿港元为“迷你债”。后者的持有者超过3万人，它们分别是包括中银（香港）、东亚银行、交通银行、荷兰银行等在内的香港17家银行及3家证券行的客户。由于雷曼“迷你债”的最低购买额仅4万港元，其购买者中不乏出租车司机、退休人士等。

9月21日，约500名购买雷曼“迷你债”的香港投资者举行大游行，抗议银行误导他们购买有关债券，令其血本无归。他们呼吁特区政府介入此事。这些中小投资者表示，由于银行职员未清楚说明产品内容，他们普遍误认为自己购入的产品为低风险定息产品。

9月22日，日本野村证券宣布购入雷曼兄弟亚太区业务，雷曼“迷你债”持有人原以为有一线生机获救。但野村香港发言人随后表示，不会接手香港市面上逾125亿元雷曼“迷你债”问题。

失望之下，首批雷曼“迷你债”持有人于9月23日向香港金管局投诉，共涉个案660宗，金额约6.8亿港元，最大一宗达1 500万港元。当中大部分投诉案件涉及“迷你债”。

9月24日，香港证监会展开正式调查，主要针对三家证监会持牌分销商在销售过程中是否存在失实陈述。至于银行的前线销售人员是否有误导客户，则交由金管局处理。

9月25日，雷曼“迷你债”持有人又转往香港消费者委员会请愿，希望通过集体诉讼向销售机构索偿。香港法例尚没有集体诉讼机制，但香港消费者委员会多年前曾就金狮影音中心影碟券预付事件，引用代表性投诉个案，为一群消费者追讨赔偿。

香港消费者诉讼基金管理委员会主席陈文敏拒绝评论该次雷曼事件集体索偿的可行性，仅强调消费者诉讼基金将主要考虑控诉是否涉及重大的消费者利益，以决定是否对个案加以援助及个案胜诉机会，而与索偿金额多寡无关。

9月26日，香港金管局正式立案调查21家参与销售雷曼“迷你债”的银行。

“迷你债”之谜

此次事件的元凶“迷你债”究竟为何物？不仅媒体上的定义众说纷纭，就连从事衍生品工具的金融专业人士亦意见不一。

“迷你债”其实并非传统意义上的债券，而是一种衍生金融产品。简而言之，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是将原本出售给机构投资者的产品，拆分成比较小的份额，通过银行出售给中小投资者。但实际操作和结构非常复杂，资金最终投向了自次贷危机以来已变得臭名昭著、目前少有市场交易量的债务抵押债券和信用违约掉期。

香港证监会称，市场上与雷曼有关的“迷你债”，主要是由一家名为 Pacific International Finance Limited（PIFL）的机构发行，雷曼亚洲则担当“安排人”。数据显示，自 2003 年 7 月起，PIFL 已连续发行三十多期“迷你债”，通过银行、证券经纪行等销售。

PIFL 于 2000 年在开曼群岛注册成立，公司的唯一目的和业务即是发行债券，已发行股票仅为 1 000 美元。一位研究衍生工具的香港专业人士称，此类公司通常为发起人成立的“空壳公司”，即特殊目的机构。这一特殊目的机构的实质在于，通过向市场发债的方式低成本融得资金，用以购买债务抵押债券产品，从中博取差价。

由于债务抵押债券的本身回报率比较低，投资银行进而设计一些附加的衍生产品（如信用违约掉期）为之增加回报，来吸引投资者，这在有关迷你债的广告中被称为“免费礼物”。

雷曼“迷你债”就是由雷曼旗下公司购买 PIFL 卖出的信用违约掉期来“补贴”债券投资者。

随着雷曼破产，首先是“迷你债”的信用违约掉期收益受到损失，进而使原来的商业模式也难以为继，债券投资者需要直接面对已经大幅贬值的债务抵押债券，进一步引发债务抵押债券的抛压，进入恶性循环。这正是整个衍生品市场崩塌的一个缩影。

事实上，这些晦涩无比的金融方程，对于普通的投资者来说有如天书。

《财经》记者做了一项简单测试，找来两位人士阅读一份长达 54 页的“迷你债”招售书。其中一位从事金融业 6 年有余的人士，于 3 小时内逐句读完招售书，因对书中的个别地方不能完全理解，转而求助更资深人士；另一位金融学系的硕士研究生费时 6 个小时读完招售书后，对“迷你债”的理解仍出现偏差。

由于“迷你债”结构复杂，有银行基层销售人员直言他们亦不知详情，只是依照指示销售。

中信嘉华银行一位姓姚的客户表示，他原本在该行拥有 1 300 万港元的定期存款。2007 年年底这笔存款到期后，银行职员提议其购入“迷你债”。姚称，此过程中银行职员只强调 “产品是定期债券，很有保障”，从未向他提及雷曼为担保方。最后，这位年届 70 岁的客户用 1 000 万港元养老金购入“迷你债”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港府财政司司长曾俊华在自己的网络日志上表示，同情因雷曼事件蒙受损失的小投资者，当局将检讨金融产品的销售策略和首发，加强对投资者的保障。

恶果难解

投资者的投诉认为，银行在销售“迷你债”时存在八宗“罪”，其中包括：原本是定期存款，但银行职员致电游说及误导，把定期存款转为购买“迷你债”，使得客户以为那是一个定息债券产品；推销时，事主已强调要投资稳健金融产品，但职员仍表示，该产品与多家上市公司及银行挂钩，风险极低，亦没有给予介绍手册等。

9 月 30 日，有消息传出，丰明银行与部分债券持有人签署秘密和解协议。翌日，又传出大新银行及富邦银行等与“迷你债”持有人达成和解。不过，三家银行均表示否认。

随后，香港银行公会于 10 月 2 日宣布成立专责小组，旨在敦促银行协助雷曼“迷你债”持有人，并统一发布最新资讯。

港府财政司司长曾俊华 10 月 6 日宣布，已建议分销银行及经纪行以市价回购客户手上的“迷你债”，让持有者尽快取回款项，解决这场纷争。目前，中银香港、渣打银行及东亚银行已对建议做出正面响应。曾俊华表示，希望更多银行响应此建议。

据花旗银行最近一份报告估计，这些雷曼“迷你债”中的 10% 是和雷曼债券挂钩，这部分价值现在基本等于零；10% 和按揭资产挂钩，损失大约是一半；80% 是和非按揭资产挂钩，目前估计的价值在 60%~70%。因此，如果银行按市价先行回购，投资者总共能拿回债券面值的六成左右。

曾俊华称，他认为这是协助雷曼“迷你债”投资者的最佳办法，既符合以市场为本的公平原则，也可加快债券持有人取回抵押品步伐，省却繁复的清盘程序。港府财政司还建议，银行今后在出售“迷你债”抵押品时，如获得盈余，须将所赚金额退回给雷曼“迷你债”持有者。

这是“迷你债”风波大半个月以来，政府首次突破性地亮出立场。但“迷你债”持有者们仍不满意。“好像在给我们施舍”。一位参加游行的雷曼“迷你债”持有人对《财经》记者表示。代表“迷你债”持有者申诉的民建联副主席刘光华在立法会开会前表示，民建联已与中国银行（香港）的管理层会面，要求银行全部退回“迷你债”持有人本金。

AIA 国际会计师公会前总会会长谭学林坦言，投资者要取回百分百本金不太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实。他建议港府牵头成立“金融产品赔偿基金”，以优先帮助购买雷曼“迷你债”持有人。

然而，自美国次贷危机以来，相关事件已层出不穷，如果都依赖政府救助，“投资人风险自负”的基本市场原则将荡然无存。《财经》记者获悉，除雷曼“迷你债”，一批从荷银、花旗及渣打等银行购入雷曼发行的股票挂钩票据（ELN）的持有人，因不满政府未针对 ELN 提出解决方案，也于 10 月 8 日到立法会示威，尔后向金管局投诉。

“全额赔偿肯定不可行，因为如此将立下了一个不好的范例。即使这些投资者没有投资‘迷你债’而投资其他股票或债券，在现在的市场条件下，也一样会亏损累累。”一位香港金融界律师称。

《财经》2008 年 21 期　王端　王维熊 等 / 文

试解“迷你债”运作

“迷你债”如何运作？

《财经》记者找到一份由 PIFL 发行、由雷曼亚洲担当“安排人”的“巨鲸迷你债券系列三十六”的发行章程。以此为样本，试解“迷你债”的运作过程。

首先，PIFL 作为“迷你债”的发行人，自称其产品与大公司的信贷表现挂钩。比如“巨鲸迷你债券系列三十六”的发行章程中指出，该“迷你债”与七家大型公司的相关信贷表现相挂钩，这七家公司包括汇丰银行、和记黄埔、香港铁路、中华电力等。

众多散户在银行人员的推销过程中，也以为自己投资的是七家大公司的传统优等债券。

但实际上，PIFL 在集纳了小投资者的钱后，购入大量债务抵押债券，这些债务抵押债券只是在信用评级上和汇丰等七家大型公司的信用表现类似。至于债务抵押债券如何挑选，则全权交由雷曼亚洲公司负责。招售书中明确指出，投资者者不会知道 PIFL 投资的具体品种。

债务抵押债券结构复杂，简而言之，即为一些公司多层分拆旗下的债务资产，然后重组成“债务包”出售。

譬如 A 公司借钱给 B 企业，每月可固定收回部分本金及 6% 的利息，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A公司为了及早收回现金和转嫁风险，又通过雷曼亚洲，将这部分资产转售他人。雷曼亚洲从A公司处收取手续费，将A公司这部分资产拆分包装，再跟C、D、E等公司的债务资产多层排列组合，"打包"成证券形式出售，即合成债务抵押债券。

当然，打包过程中，也可能将雷曼本身的资产纳入其中。在次贷危机以前，现在一文不值的雷曼债券当时都是优等品。

雷曼亚洲在"打包"资产时，模拟并参照上述提及的汇丰银行等七家大公司的信贷评级，"制作"并"合成"债务抵押债券。但这并不意味"债务包"中一定含有汇丰银行等公司的债券，汇丰等七家大公司只相当于一个"影子债券"，是参照物，实际购入的这些债券的组合和汇丰银行债券相关性很高，比如信用评级可能都为Aa2。这就是所谓的信贷表现相连。

根据招售书，为吸引普通投资者，PIFL又与雷曼旗下的子公司Lehman Brothers Special Financing Inc.（LBSF）签订了掉期协议（Swap）。而LBSF相关掉期产品的担保人，为此次申请破产的美国雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holdings Inc.）。

掉期协议主要包括两项：其一为利率/货币掉期，旨在满足PIFL的资金流动需求；另一项很重要的掉期协议则为信贷违约掉期。信用违约掉期是一种基于公司债券或贷款的信贷衍生产品，类似对债券违约的保险。根据发行规章，"迷你债"的发行人PIFL卖出信用违约掉期，担保方LBSF会定期向PIFL支付保费（Premium），如按5年期1 000万美元的债券面值每年支付给PIFL20万美元，即"迷你债"的投资者可多获得2%的利息。但假如信用违约掉期的标的债券出现违约，PIFL就要赎回提前"迷你债"，即把"迷你债"的抵押品债务抵押债券交给LBSF处理，LBSF会赎回款额，部分支付给PIFL公司。

由于雷曼是这个信用违约掉期市场上最大的一个交易对手，它可以再把这些信用违约掉期卖给其他市场上有需要的机构，以对冲自己的风险。

在次贷危机发生以前，这个精致的游戏一直运转良好。接近雷曼的香港业内人士称，雷曼发售的迷你债券本来面临的最大风险是所挂钩的信贷主体降级。但到目前为止，这一切还没有发生。第二个风险是就是掉期方违约，这一般被认为风险很小。因为到2008年3月美国贝尔斯登倒掉之前，最近的一次投资银行倒闭要追溯到1987年的美国所罗门兄弟破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，金融危机是“小概率事件”的集中爆发。香港此次的“迷你债”风波即出现在担保人和掉期对手环节，即雷曼自己破了产。根据信用违约掉期协议，随着掉期协议一方退出合同，协议即会自动终止。PIFL须将所持债务抵押债券变现，并将金额还给投资者。

但2007年美国房地产市场泡沫破灭，加之流动性枯竭，市场定价机制失效，债务抵押债券的市场价格大打折扣。更糟糕的是，和雷曼相关的债务抵押债券。当前几乎找不到买家承接，所以这些债务抵押债券现在根本无从定价。

《财经》2008年第21期　王端/文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尾声

后泡沫世界的陷阱

经济全球化与金融危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后泡沫世界的陷阱

世界能否从这次宏观震荡中汲取深刻的教训？美国和中国可能是其中的关键，而近期的迹象并不乐观。

一年前，几乎没有任何端倪暗示世界金融市场及全球经济将要发生什么。当然，美国住房抵押贷款市场中的次贷板块全盘表现不佳已有征兆，但是，正如2000年早期的网络公司泡沫一般，人们普遍认为次贷对宏观面的影响甚微。否认——这种人类最强有力的情感之一，再一次占了上风。消费者、商人、决策者以及政客，全都忽略了次贷当中正在酝酿的问题，并一致相信此前五年的全球经济繁荣趋势依然完好无损。

一年前的争论被蒙上了一种令人心痛的似曾相识感。早在1999年底，网络公司仅占美国股票市场市值的6%。强大、灵活、富于创新的美国经济被寄予厚望，人们相信它会为股票市场另外的94%以及宏观经济提供内在弹性及持续支持；而一年前，次贷仅占已发行证券化抵押贷款总额的14%，依然强大、灵活、创新的美国经济被再次寄予厚望，人们仍相信它会为另外86%的抵押贷款市场及宏观经济提供持续支持。

2000年如此，一年前又是如此。这种逻辑是何等谬误啊！

八年半以前，网络公司泡沫破裂。紧随其后的是美国广义标准普尔500指数在接下来的两年半内剧跌49%。一年前，次贷泡沫的破裂，触发了信贷及资本市场上危机的空前蔓延，使得那些曾经何等骄傲的美国金融界的“大众偶像”们纷纷倒下——起初是贝尔斯登，现在是雷曼兄弟与美林。教训令人痛心地相似。当整个资产类别（或就此而论，一个经济体）走向极端，整个资产链中最微弱的环节常常会给整个系统带来决定性的打击。以泡沫类比恰是如此：当泡沫表膜最薄的部分出现问题，其中的空气便迅速逃逸。

但是，这种比喻漏掉了关键一点。泡沫的膨胀是一个在不知不觉中加剧的过程。从股票到房产再到信贷，泡沫在规模和风险程度上不断扩大，充满泡沫的美国经济酝酿着一场系统性风险的狂风暴雨，并对美国以及日益相互依存的世界经济带来影响。而今，只留下我们收拾残局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机根源

没有一个经济体可以永久地入不敷出。但正如那些曾经如此尝试的国家一样，美国自认为这次可以与众不同。美国的经常账户赤字从 1995 年占 GDP 的 1.5% 猛然升至 2006 年的 6%。2006 年第三季度，赤字按年计算的规模达到 8 440 亿美元的顶峰，美国每个交易日要从海外引入 34 亿美元的资本，方能补足国内储蓄的巨大差额。

长久以来，这些资金支持随唤随到。大批新的理论被捏造出来，用以理性地解释，为什么无法持续的东西实际上也可能持续下去。很多人辩称，对于拥有世界储备币种的国度而言，无拘无束的海外借贷是一种特权。有些人甚至走得更远，开始庆祝新的第二代"布雷顿森林体系"的降临。他们认为，像中国一样拥有额外储蓄的国家会源源不断地将过剩的美元换成美国资产，以此保持本国货币的竞争力，以及出口导向型的增长模式。当然，到头来，关于这些"新范式"的解说也如以往一样，未能经受住时间及市场的考验。

问题的根源，是美国从以收入为基础的储蓄模式向以资产为基础的储蓄的贸然转型。美国消费者率先行动。在 1994~2007 年的 14 年间，美国实际消费需求的趋势增长率按实值计算，每年高达 3.5%。其持续时间如此之长，对现代历史上的任何一个经济体而言，都可谓一场最为盛大的消费狂欢。不用介意那看似正在缓慢衰竭的收入增长，虽然在这一时期，实际的个人可支配收入的平均增长率仅为 3.2%。美国消费者感到他们不必再以传统的方式存款了。自大萧条以来，他们首次将收入型储蓄的利率逼为零。为什么不呢？毕竟，他们已经发现了一种新的以资产为基础的储蓄策略——先是 20 世纪 90 年代后半期，拿股票质押；而后是 21 世纪的前 5 年，拿房产质押。宽松的规章条例及监督管理，加之过度的货币政策调整，导致这种廉价而随意的信贷最终崩溃，证明其不过是一层脆弱的糖衣而已。

回顾过去，与美国住房的价值空间相比，股票的财富效应就相形见绌了。在 2006 年中期的巅峰之时，出自住宅房产的净房产抵押提取现金量（net equity extraction）飞涨至可支配个人收入的 9%，是 5 年前此项读数 3% 的 3 倍整。这就使得收入短缺的美国消费者不仅可以挥霍以收入为基础的储蓄，还把 2007 年的消费推高至当年 GDP 的 72% ，创下历史纪录。在这一结果的背后，是两个巨大泡沫——房产和信贷的共同作用，它们把住宅变成自动取款机（ATM）。最终，美国消费者心安理得地透支了他们的住宅财产这一未来储蓄的主要来源，来为今天的消费买单。当然，他们最终也不可避免地背上了创纪录的债务负担。截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年底，家庭部门的负债率飞涨至可支配个人收入的 133%，较之于区区 10 年前还是 90% 的主流债务负担率，竟也上升了四十多个百分点，简直荒谬至极。而其持续的时间越长，它在美国人心目中就越根深蒂固。现在，终于结束了。

亚洲的关联

虽然看似“美国制造”，但这个过剩时代的规模也确实席卷了全球。美国的消费狂潮，正是世界其他出口导向型经济体的给养，对发展中的亚洲而言尤其如此。自世纪之交以来，亚洲成为世界上增长最快的主要地区。其规模之大，足以占据世界总产出（按购买力平价测算）的 20%。2000~2007 年间，亚洲新兴经济体的实际 GDP 平均增长 8%，是同一时期世界其他地区 3% 的增速的 2.5 倍。为了寻求快速增长，以达到发展及减贫的目标，亚洲新兴经济体将美国的消费狂潮视为“来自天堂的甘露”；消费不足的日本也做出了类似的回应；韩国与中国台湾这两个亚洲较大的新兴工业化经济体亦是如此。

一点也没错，正是这种“高能燃料”推动了亚洲的繁荣增长——那是一种日益强大的出口导向型增长机制。对于整个发展中的亚洲而言，2007 年的出口创下纪录，占当年该地区总 GDP 的 45%，比 20 世纪 90 年代中期时的主流比例高出十几个百分点。这就令亚洲这个世界上增长最快的地区比以往更依赖于外部需求。而随着上述外部需求的最大来源——美国消费最终陷入困境，亚洲出口导向型的增长机制目前也处境危险。

在此，中国的角色无疑很关键。经过 2006~2007 年这两年间 GDP 近乎 12% 的高速增长，2008 年第二季度，中国经济的增速放缓至 10.1%。这种下调很大程度上是中国对美国出口增长明显减速的结果——2003~2007 年之间，出口年均增幅超过 25%；而此后，2008 年 6 月年同比增长仅为 8% 。很明显，约占中国总外需 20% 的以美国为核心的出口以及 GDP 增长都受到了挤压。而与此相伴的是，中国对欧洲（2008 年 6 月增长 25% ）及日本（增长 22% ）的出货量依然充满活力。但由于日本及欧洲也在减弱，迄今为止在中国外需中较有活力的部分（合计占中国总出口额的 30%）也将开始衰退。由于这些因素的拖累，中国的 GDP 增长极有可能在未来 6 个月内从 10% 进一步降至 8%。

日本对外需冲击的防御也很脆弱。其 6 月的出口总量增长同比下跌 1.6%，是 16 个月内首次走向负值。导致这一局面的原因，是日本对欧洲及亚洲其他地区的出口也显现出疲软，而此前，这些一度活跃的市场还能掩饰日本对美国出口减弱的事实。主要由于上述原因，日本经济的年增长率在 2008 年二季度收缩了 3%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为7年以来最急剧的下降。

就亚洲对外的脆弱度来看，中国和日本恰位居两个极端。中国拥有巨大的缓冲条件，过去两年内接近12%的增长率可以抵挡住外需震荡的打击；相反，日本经济近几年来仅维持着2%的增长率，缺少中国那样的缓冲。在外需走弱的环境下，中国经济增长的底线可能在8%左右，而对于日本，则更可能接近于零。这就突显出该地区最大的经济体再度萌发衰退的明显可能性。

2002~2007年中期的全球经济繁荣，是全球化强大的跨境连接作用的自然结果。世界上没有任何地区比出口导向型的亚洲从这种关联性中获益更多。该地区以中国为主导的飞速发展的经济便是佐证。脱钩（decoupling）——将发展中经济体与发达世界的假设性分离——与过去五年强大的全球化趋势的核心理论背道而驰。无论在全球经济周期的低谷还是高潮，这种全球化的关联度都不受影响。通过发达的跨境反馈机制，在一个相互依存的世界里，亚洲的出口导向型经济体对美国需求减弱的反应，正在各地市场及经济体中触发强大的影响。

经济衰退“三部曲”

金融危机及实体经济衰退相互交错的“三部曲”，掌握着未来几年宏观经济前景的密钥。

怎奈，全球经济周期已经转变。在2004~2007年间，世界GDP年均增长率接近5%，是20世纪70年代以来全球增长最强劲的四年。而现在看来，未来几年似乎又要回归到3.5%的区间。虽然这也并非什么灾难性的结果，但确实意味着增长率比之前四年减速30%。

全球经济周期可能转向低迷，这并非一则孤立事件。随之而来的，是信贷市场危机的空前爆发，对世界金融市场构成极大破坏。金融市场和实体经济间的相互影响，无疑掌握着未来几年全球宏观前景的密钥。

为便于解说，我现将这一繁复的过程分为三个阶段：

信贷危机是第一阶段。由2007年夏天开始的次贷危机引爆，一场跨产品的危机迅速蔓延至资产支持商业票据、抵押贷款证券（MBS）、结构型投资载体、银行间同业离岸融资、杠杆贷款市场、标售型利率证券（ARS）、所谓的单线保险商，以及其他众多含混的产品及结构化产品。

不同于十年前那场跨境蔓延的亚洲金融危机，如今复杂的工具及结构型产品所具有的“起始及扩散”(originate and distribute，指贷款产品原形及包装待售的证券化产品）的特性，最终也传染了离岸投资者。这使当前的这场危机罕见地滋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了“既跨产品又跨境”的双重特征。美国金融机构一向激进地减计“问题”证券的价值，同时，市场残忍地处罚了那些在美国“后泡沫时代”的悲惨世界中首当其冲的金融机构，尤其是贝尔斯登、雷曼兄弟与美林。多半由于这个原因，我相信第一阶段已经完成了大约65%。虽然我们已经经历了这个历程的大半部分，但随着经济周期的介入，我们仍有很多需要面对，因为这将对金融中介机构的收入造成新一轮的打击。

第二阶段反映的是信贷及住房市场内爆对美国经济实体面的影响。如上所述，这一阶段调整的表征可能是过分挥霍、储蓄短缺、过度负债的美国消费者的屈从。近15年来，每年的实际消费增长平均接近4%，而随着消费者开始重建以收入为基础的储蓄模式，并削减债务负担，消费需求将出现历时多年的下滑现已成为可能。

接下来的两三年内，我认为消费趋势增长率将减半至2%左右。甚至会有几个季度，消费开支不能达标，而美国经济也会陷入一种衰退的状态。毫无疑问，也会有几个季度消费增长高于2%这一标准，经济也看似复苏。但非常不幸的是，这样的反弹对于“后泡沫时代”的美国消费者而言，犹如昙花一现。这方面的宏观调整方才上演。因此，依我之见，第二阶段仅仅完成了20%左右。

第三阶段需要放眼全球局面——美国消费业及世界其他国家之间的关联更强调了这一点。同样如上所述，这些关联才刚刚开始发挥效用。订货及跨境运输滞后，说明这一阶段的调整将花去大量时间。

前期影响在中国及日本已经非常明显——很大程度上以美国肇始的出口调整为基础；而在欧洲，连锁反应才刚刚显现，未来几个月乃至几个季度内，这种跨境影响将蓄势待发。因此我认为第三阶段仅完成了10%左右。

简而言之，这场宏观危机远未结束。主要原因在于，已经破裂的房产和信贷泡沫变得如此之大，以至于最终传染了美国经济的实体面。美国正调整适应更加艰难的后泡沫现实，相互依存、全球化的世界其他地区应当紧随其后。

此外，各阶段间还存在反馈效应，特别是经济周期现已开始施压于那些在信贷危机中首当其冲的金融机构。银行及其他贷款机构承受的新一轮收入压力可能导致信贷紧缩进一步恶化，加重美国及世界上依赖贷款的经济体面临的周期性压力。

总之，宏观调整应该持续至2009年，并有可能扩散至2010年。

艰难的再平衡

由于不可持续的非理性增长已经停止，全球经济将会面临一个历时多年的再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡过程。

经济繁荣的本性源于对经济增长的贪婪渴求，而这种繁荣现已败落。收入短缺的美国经济拒绝缓慢的内需增长节奏；相反，它转向了一种与历史悠久的、源自生产力现状的创收支柱不太相关的资产融资与债务融资的狂热增长。

而对发展中世界而言，快速增长是脱离赤贫的一剂强力良方。正像发展中的亚洲所经历的那样，旺盛增长成为即便造成通货膨胀、污染、环境恶化、收入差距加大以及周期性的资产泡沫等外部经济的负面效应，也要不择手段地实现的目标。世界各国政府从前想要——现在仍然想要增长，为此不惜付出任何代价。

但现在，是付账的时候了。

全球经济正面临一个历时多年的再平衡历程。对美国而言，抛弃其新发现的资产导向型储蓄与消费相结合的策略，而重拾往昔的收入导向型储蓄作为根基，这注定意味着个人消费增长将持续下滑。

然而希望是永远存在的。弱势美元令美国人顺利地巧妙完成这场变奏——现在，美国的消费主导型增长又将让位于货币主导型的出口增长。一切皆有可能。但是鉴于美国的制造及出口产业已然经历了多年的虚空，我对美国出口的复兴甚为怀疑。一度“永远消失”的工作机会和工业门类不会一夜复苏。在我看来，美国现在将不得不认真应对更加缓慢的增长趋势——在未来两三年内乃至更久，GDP 增长可能将从过去 13 年中的 3.2% 减速至 2% 以下。

这对世界其他地方而言，应是一个颇具挑战性的结果，特别是那些发展中国家。它们向过度挥霍的美国消费者出口商品，并从中获得了太多的经济给养。它们的目标在本质上与美国所面临的正好相反。出口导向型的发展中经济体应该将增长方式转向国内需求，特别是私人消费。这对那些依赖廉价货币、额外的储蓄及基础设施战略而达到经济大跨步发展的国家而言，并非易事。但是随着美国这个它们的主要出口市场遭受到压力，与世界其他地方一样少有消费抵补，发展中世界几乎别无选择，只好着手自身消费导向型的再平衡。这可能意味着发展中世界在接下来几年内也将面临更加缓慢的经济增长，前几年 7.3% 的年均增长率可能在未来两三年内降至 5% 左右。

这样的全球再平衡，源自经常账户赤字国与盈余国之间几年来的空前分化。按国际货币基金组织的计算，2006 ~ 2007 年间，经常账户赤字的绝对值创纪录地占到了世界 GDP 的 6%，是 20 世纪 90 年代的三倍整，当时此项份额仅占 2%。在我看来，那些为失衡辩护的人，其严重谬误并非在于试图用新的说辞来解释这场空前的外部失衡，使之合理化；而是未能意识到资产和信贷泡沫在催生过剩问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题上的影响。这些泡沫现已破裂，全球再平衡成为这个失衡世界的当务之急。毫无疑问，全球经济也将为多年以来的疏忽付出惨重代价，未来几年全球将走入更加缓慢的增长轨道。

金融市场之鉴

过去几年的大事件对金融市场当然不无影响。如同前瞻性的贴现机制一样，在过去几年已展开的宏观调整，现在都体现在主要资产类别的价格上。但是对通盘调整的抗拒依然根深蒂固。全球经济还要经历很多，从这个意义上说，金融市场也不外乎于此。

就此，有四条重要结论：

首先，全球大部分地区的股市都呈现熊市，很容易让人断言“最糟的时候已经过去”。我对这种预测很是怀疑。在我看来，我们不应该把股票市场当成同质资产的看待。然而，分清楚金融机构和非金融机构很重要。前者当然已经被打倒了。前文所述的第二阶段和第三阶段的调整将毫无疑问地给金融机构带来周期性的收入压力，这一遍体鳞伤的经济部门可能正在经历股价超调。然而非金融机构并非如此。比如，标准普尔 500 指数中的非金融机构，其 2007~2008 年的一致收益预期仍然集中在 20% 左右。随着美国经济增长迟缓，我完全相信收益风险将触及非金融机构，凸显出全球股票市场下一波重大下挫的明显可能性。股票市场的熊市有可能从金融机构转向非金融机构。

其次，对于债券，预测的关键取决于通胀及经济增长风险的相互影响，以及两者的权衡对央行决策立场的暗示意义。由于通胀恐惧近来急剧攀升，市场参与者不相信各大央行将回归更加激进的货币政策立场，主权政府债券收益率有所上涨。在增长缓滞的环境中，我觉得对周期性通胀的恐惧最终将会停息，货币管理当局也会因顾虑针对通胀下药过猛而不安。短期看来，我得出这样的结论，再度审视央行激进的紧缩政策之后，我认为主要债券市场有可能重整旗鼓。中期看来，也就是审视本轮周期，我承认陪审团还在庭外争论滞胀风险，特别是针对有通胀倾向的发展中国家。在这段时间内，债券市场的预测会更加不确定。

再次，在货币方面，美元仍能保持其舞台中心的地位。六年多来，我一直看淡美元，原因只有一个：美国巨额的经常账户赤字。尽管美国的对外差额在过去一年半以来（多半由于周期性原因）降至 GDP 的 5% 左右，但该差额仍然过于庞大。因此，我从根本上还是看淡美元。同时，在过去的 12 个月里，由于惧怕次贷仅仅是美国的问题，因此美元似乎被过度地贬抑了。全球对这场宏观危机的反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应按上文所述展开，我相信投资者会重新思量之前的观点，即他们可以从欧元或日元资产中寻求庇护。因此，我能预想，美元实际上会稳定下来，甚至将在 2008 年底维持强势，之后将因其依然庞大的经常账户赤字而在 2009 年重新恢复下跌。

最后，商品市场的前景近来成为热门话题。一年之后，我相信，对经济变化较为敏感的商品，比如石油、基础金属及其他工业原料，其价格将远远低于其今天的价格。“软商品”主要是农产品，贵金属也许是例外。对经济变化较为敏感的“硬商品”将出现调整，原因有二：全球增长明显减速将相对改善供需失衡的状况，追逐收益的财务投资人将在商品购买上撤资。以我之见，后者对商品泡沫的推动力不可小觑。有观点认为对冲基金及其他投机者导致了商品市场过剩，对此我无法苟同。相反，真正起作用的主要是那些仅作长期投资且有现钱的机构投资者，比如全球养老基金——他们无一例外地接受顾问的建议，增加对商品类资产的资产配置。机构投资者的这种群羊效应常常被证明是错误的。我想这次也是如此——其趋势似乎已经显现出来。

让疯狂延续？

美国政府似乎并不愿意深入探讨问题的严重性，即便它们已在这场危机中达到顶峰。从税收政策、对住房市场进行的“调整”以及金融系统的管理来看，确实如此。

由于上述原因，围绕当前这场金融危机，几乎不乏各类极端描述。而它是否真如很多人宣称的，是大萧条以来最糟的一次崩盘，仍有待观察。但在很多重要方面，它的确堪称一则分水岭事件，特别是因为它提出了一个尖锐的质疑：长久以来忽略了失衡及过剩问题的美国经济，其根本支柱究竟是什么？不幸的是，美国的政府部门看似既不愿意、也没能力深入探讨此类问题的严重性，即便它们已在这场危机中达到了顶峰。

税收政策便是佐证。向本已过度挥霍的美国消费者实行退税，成为“第一道防线”，现在美国政府又在讨论第二轮的激励措施。然而，鉴于 2007 年美国个人消费开支已经创纪录地占到当年实际 GDP 的 72%，政府向市场注入可支配收入，就会延续此番现代历史上最大的消费狂潮。对于一个为了偿还债务、降低巨额经常账户赤字，迫切需要增大储蓄、降低开支的国家而言，降低个人税收的政策无疑是一个在错误时机开出的错误药方。

美国政府对住房市场危机的反应也同样存疑。国会坚决把避免住房遭到强制拍卖作为处理一切问题的重要原则；此外，新立法为低收入家庭住房贷款融资提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供了高达3 000亿美元的政府担保。这与美国政府的施政理念一致，即一直以来将不断提高住房拥有率，作为公共政策的核心目标之一。虽然如此，次贷危机中的一个非常明显又令人心痛的教训就是，有一些美国人就是买不起房子的。丧失抵押品赎回权、住房遭到强制拍卖，是非理性购房行为的不幸后果，但最终，也是其必然的结局。对于这场住房市场泡沫中的低收入受害者而言，应该在收入上给予支持，而非延续其在经济上并不合理的住房所有权。但是国会选择采取后一种举措，这就抑制了房价的必要下跌。而这一下跌过程对于市场出清，以及住房市场危机的终结，终将变得十分必要。

另外，财政当局——美联储及美国财政部——在这场危机中也没有杰出的作为。十年前是一只对冲基金（长期资本管理公司）“太大了而不能倒掉”；现在则是一家投资银行（贝尔斯登），以及国内贷款机构中的两大巨兽（房利美和房地美）。加之对于近期雷曼兄弟倒闭的通融，美联储这一为政府证券一级交易商开设的临时流动性工具，看上去越发不像临时的了。

毫无顾忌的冒险是酿成危机的泡沫的核心因素。而通过对泡沫破裂的后果进行干涉，管理当局其实是在庇护不负责任的冒险者，也因此助长了日益扎根于当今金融文化中的“道德风险”。与此同时，在货币政策的制定过程中始终忽略资产泡沫风险的美联储，对金融市场遭受的危害以及变得日益依赖资产的美国经济，同样负有责任。

简而言之，美国政府在应对这场金融危机的过程中，采取了以政令为主导的事后补救措施。政策方案均依照眼下的状况制定，而没有根据美国经济重回可持续发展道路所需的必要条件，进行战略评估。最后，在一个七拼八凑的补救方案中，过度消费、低储蓄、不切实际的住房所有权目标以及金融市场中的道德风险统统得以延续。它的一个最大的缺陷就是，对于不良行为束手无策。美国政府根本没有铭记经济危机的痛苦教训，也没有从一开始就采取行动去阻止过剩的蔓延，而是让美国首当其冲，陷入过剩及其连锁反应造成的混乱。

如果说这次危机意味着什么，它是一记警钟。长久以来，美国破坏了很多作为一个领先经济体所要遵循的至关重要的行为准则。首先它未能实现储蓄；再者，它用股市和住房市场的资产泡沫支撑空前的消费过剩；其后，它为维持消费而深陷债务泥沼；最后，为了填补资金差额，它向世界其他地区大量借贷。在这场狂热的消费大潮中，管理当局也有同谋之嫌，特别中央银行，它宽恕激进冒险行为，并对货币政策进行了过度调适。

美国将其本该难以为继的状态持续得越久，就越执迷于维持自身永久存在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

魔力。这场危机传递出的真实信息是，游戏现已结束；然而华盛顿的政客们惯于否认事实、又在政治味十足的总统大选之年感受到选民们的热情，于是他们坚称游戏可以继续。

美国现在需要“严厉的爱”胜过一切。这是一项新课程，需要对多年以来的过度挥霍坦然承认，并认识到这种挥霍现在需要补救。不难推测，新举措可能涵盖的框架大体包括了增加储蓄，并增加对人才及基础设施的投资；再囊括一项能源政策也是不错的——只是金融系统的监管人员需要更谨慎才行。

无疑，这项提议不会赢得任何人气竞赛。但最终，它将是美国人在后泡沫时期实现可持续繁荣的唯一希望。

前景使人忧

其实，这些本都是可以避免的。美国玩得过了火，而其他依赖出口的国家也十分乐意凑凑热闹。全球经济的守护者——各国决策者和监管者们对此坐视不理，听凭整个系统失控。投资者、商人、金融机构以及消费者，都成为“过剩时代”的积极参与者。

而今后的关键问题在于，我们这个相互适应并且日益相互关联的全球系统，是否能从这次宏观震荡中汲取深刻的教训。这种自我评价的核心必须是，对追求开放式经济增长的后果，要有更为深入的认识。美国若仅依靠国内创收这种传统方式，就无法达到其增长目标，因而它转向一种依赖资产和债务的全新增长模式。而依赖出口的亚洲发展中国家也将其储蓄主导的增长模型发挥到极致：不愿或者不能刺激国内个人消费，额外的资本经再循环，就进入基础设施建设或化为美元资产——实际就是将具有超级竞争力的货币与出口品，强行转化为新一轮发展的源泉。

这场危机发出一个强烈的信号：这些策略都将难以为继。它们导致了不同层面上的过剩，世界最大经济体内部或相互间的内、外需失衡现象及其相互作用，更加凸显了这一点。这些策略利用不可持续的信贷和风险泡沫，将系统固定在一种不稳定的均衡状态下。但是现在，泡沫破裂了，暴露出一种令人担忧的不均衡。它需要决策方式的更新，也要求家庭、企业、金融市场参与者在行为上做出重大转变。

金融、经济危机经常决定了历史中某些最重要的转折点。它们可能是我们汲取历史经验的过程中最为痛苦的阶段；然而，认真思考这些教训，并排除可能引发危机的系统性风险，其必要性是不可忽视的。但是如此繁重的任务往往难与国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家政令保持协调一致。一条阻力最小的路径往往会被选中，并由此导致更多被动的回应，这种权宜之计虽然可以立即调整混乱，但却对解决根本的系统性问题毫无帮助。如果所有国家的管理当局只是选择此类以政令为主的权宜之计，例如对已然过度消费的美国消费者实施退税、对具有通胀倾向的发展中经济体放松货币政策，以及创造更多的资产泡沫，那么世界将错过一个重新整饬的良机。这将成为最大的悲剧。

《财经网》2008 年 10 月 1 日　史蒂芬 · 罗奇 / 文

作者为摩根士丹利亚洲主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济全球化与金融危机

全球共同行动、跨国监管、尊重国际经济变局、坚持市场原则和全球化趋势，是整个体系改革的关键所在。

2007 年初，以房地产次级按揭贷款违约率上升为契机，触发个别金融机构的危机（2007 年初到 2007 年 7 月）。在不到两年的时间内发展成为资本市场的全面流动性紧张（2007 年 8 月到 2008 年 3 月），再由资本市场传导到信贷市场，使市场利率高企不上，信贷全面紧缩（2008 年 3~9 月），导致货币市场全面困难，进而演变成为全面的金融危机，并蔓延到全球，其演变速度之快、来势之凶猛为历史所罕见。

在危机发生的整个过程中，人们始终在问三个问题：一是这场危机是注定要发生的吗，二是这场危机注定要演变到今日的严重态势吗，三是这场危机给我们的教训是什么。

格林斯潘之谜与国际经济失衡

2005 年 6 月，时任美联储主席的格林斯潘被一种奇特的经济现象所迷惑。当时美联储已连续 8 次提高联邦基金利率（基准利率），由 46 年来的最低点 1% 提升到 3%，但长期利率却不升反降。作为标准的 10 年期国债，其收益率较一年前升息时的 4.8% 下降为 3.95%。这种存贷款时间越长利息越低的反常现象，引起了广泛关注，被称为“格林斯潘之谜”。格林斯潘本人试图给出答案，他本人给出了四个解释，其中第四个解释是：经济全球化过程中金融市场的一体化意味着中国、印度等发展中国家加入全球化过程，使更多的世界储蓄可以被跨国使用，进行低成本的投资。

如果说，当时格林斯潘的这个解释还是四个解释中的一个，还带有猜测的成分，但时至今日，这个猜测幸或不幸被言中了。

自 20 世纪 90 年代初“冷战”结束后，出现了真正意义上的经济全球化过程。这一过程既是市场经济机制扩展到全球的过程，也是工业化的发展方式（全球生产布局）扩展到全球的过程。由于机制模式和发展方式的全球一致性，使相互依存的自由贸易体制向深度发展。而贸易和投资的自由化造就了金融的一体化，全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球成为统一的金融市场，在这经济全球化的过程中，一方面全球经济的交易成本陡然下降，另一方面，以资源禀赋为基础的国际分工优势充分展现。这两方面都使全球经济的规模效益提升，出现了经济全球化的红利，并直接表现为全球经济增长表现的改善。2002~2007 年间，全球经济平均率为 4.3%，远远高于过去 30 年平均为 3.3% 的平均增长率，经历了一个第二次世界大战以来都罕见的繁荣时期。

在经济全球化的过程中，随着以资源禀赋为基础的国际分工的深化，全球经济逐渐分化形成了三个板块，各自在为全球化红利做出贡献的同时，也分享了全球化的红利。

首先，以中国、印度为代表的亚洲新兴经济体，以低成本的制造业优势纳入全球化过程。一方面在成为“世界工厂”的基础上，形成了巨大的贸易顺差，分享了全球化的好处；另一方面，以其低成本降低了全球的物价水平，为全球化做出贡献。

其次，以美国为代表的经济发达国家，凭借着其金融服务业的优势，以金融创新为工具，在改善全球资源配置效率的同时，亦分享了全球化的好处。美国可以透支全球的未来，形成了其全民负债消费的新局面。2007 年，按支出法计算，美国居民消费对 GDP 的贡献已达 80% 左右。其中家庭负债占收入的比例已达 132%，仅房贷占 GDP 的比重已超过 70%，寅吃卯粮，透支未来达到空前的水平。

第三，以石油输出国俄罗斯为代表的能源原料出口国，在亚洲新兴经济体快速工业化的带动下，出口数量大增，出口价格上升，在分享全球化好处的同时，也在物资资源上支持着全球经济的增长。

在全球化的过程中，在逐渐分化形成上述三个板块的同时，也快速形成了相互之间新的依存关系，孕育并产生着新的结构。以中美两国国际收支为例，美国的负债消费为中国的制造业提供了市场，形成了中国的经常项目顺差，而中国的贸易顺差又回流到美国，形成了美国的资本项目顺差，降低了美国的利率水平，进而又支撑并扩大着美国的负债消费。由此，中美两国宏观经济的外部不均衡所表现出的国际收支失衡是互为因果、互为条件的。国别之间的不均衡在经济全球化的条件下形成两国互补的新均衡。正是这种在全球化条件下，中美两国的互补性形成了两国战略经济对话的基础。

把上述过程放大了看，根据 2006 年 IMF 的统计，2005 年，发展中国家人口约占全球的 85%，外汇储备占近 70%，以购买力评价（PPP）计算的 GDP 约在 50%，出口占世界出口的 40%，其按含义汇率计算的 GDP 约占 25%，资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份额约占18%。这些数字的背后至少揭示了两个问题：一是按购买力评价计算和按名义汇率计算的GDP之差表明，发展中国家整体具有低估汇率的倾向，而出口和外汇储备的较大份额则表明其具有促进出口与增长外汇储备的倾向；二是发展中国家与发达国家的主要差距表现在金融业上，尤其在资本市场上。在一定程度上，这一资本市场体系的差距上表明了发展中国家市场经济体系尚不成熟。出于防止本币升值损害出口和获得资本收益等多重考虑，发展中国家将外汇储备注入发达国家的金融体系中，构成自1995年后美国联邦基金利率可维持长达10年的低利率，而通货膨胀仅在2.5%左右的重要条件。

新兴经济体和发达经济体互补关系所形成的新均衡的核心在于低成本。低成本的制造业降低了物价水平，低成本的资金降低了利率，这都相应扩大了包括负债消费的购买能力，引致了经济快速增长。更为重要的是由于低物价水平带来低的通货膨胀率，使世界经济出现了高增长、低通胀的黄金组合。

理论上，如果低成本可以持续维持，经济全球化的红利可持续存在。但在现实中，这一条件是难以满足的。一方面，在新兴经济体中，制造业的产能扩大，意味着对能源原材料的消耗急速上升。以中国为例，中国石油产量在持续提高，但石油消费量提高更快，很快就改变了中国石油的进出口局面。1993年中国石油转变为净进口，到2007年，中国石油消费的50%已依赖进口。在自然资源有限性的约束下，亚洲新兴经济体工业化快速进行的需求拉动，引致能源原材料价格的快速上升，因此，即使在其他生产要素成本不变的情况下，生产成本也会升高。另一方面，低成本的资金自然压低了美国为代表的发达国家长期利率水平，促进负债消费的增长。但是，由于1998年后石油价格带动大宗原材料价格上涨新一轮周期，使美国国际收支的经常性赤字明显扩大，很快超出GDP的比重37%。在资本项目的盈余并未同步上升的情况下，美元被迫贬值并持续向下，进一步诱发了以美元计价的石油及大宗原料的价格更快上升，造成美国通货膨胀的压力加大，提高利率又势在必行。2004~2006年，美联储被迫17次提高利率。于是以能源为代表的基础产品价格上升，现实地改变着生产成本和资金成本，侵蚀着低成本的优势，威胁着上述相互依存关系的顺畅循环，最终触发了以次贷为先导的金融危机。从这个意义上讲，金融危机的爆发既意味着这一轮经济全球化红利的终结，同时也意味着由经济全球化开启的国别经济的外部失衡的调整。

衍生品定价迷失与去杠杆化

经济全球化过程中所出现的国别经济外部失衡构成了调整的必然性，但以次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债引发金融危机这种形式来进行调整，原因却在于美国为代表的发达经济体内部。

早在“冷战”结束前，支撑美国经济的三个支柱：钢铁、汽车和建筑业的竞争优势，已在日本、德国的竞争下，三份去二，钢铁和汽车成为夕阳产业。美国曾惊呼“日本世界第一”，国际竞争的压力迫使美国产业结构调整的步伐加快，涌现出以互联网等电子信息技术为代表的高技术产业。在这些新兴产业的带动下，20 世纪 90 年代，美国经济出现长达 106 个月的战后最长的繁荣期，被冠之以“新经济”的称谓。然而 2000 年，“新经济”终于为“高科技泡沫破裂”所拖累，美国经济出现衰退，而 2001 年的“9 · 11”事件更使美国经济雪上加霜。

为防止经济进入深度衰退，美国从两方面加大了对经济的刺激。第一，大幅度使用传统的反周期手段。美联储从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月连续 31 次降低联邦基金利率，从 6.5% 降到历史性的低点 1%。第二，动用非传统的手段支持房地产的发展。2002 年 6 月，布什总统发布了《美国住房挑战》的白皮书，号召房地产商和金融机构共同参与，使 2010 年前至少增加 550 万户少数民族家庭拥有的住房。2003 年 12 月，《美国梦想：降低支付法案》获国会通过，美国政府将对低收入家庭首套住房提供补助以降低支付额，同时允许将住房抵押贷款利息进行税收抵扣，利率的降低和政府的补贴刺激了房地产业的发展，住房价格也因此一路上扬。其结果是在美国家庭住房拥有率达到历史高位 69.2% 的同时，美国 GDP 也在加速增长。

随着房地产需求的增长和价格的上升，吸引了金融机构投身于此。一方面，住房价格的上升使住房抵押贷款及其衍生的证券化产品收益水平相对国债高，信用评级不断上升。另一方面，住房需求的增长和低违约率刺激金融机构放宽信贷条件、次级按揭贷款迅速发展，并衍生出大量结构越来越复杂的证券化产品，吸引了全球大量资金投入，催生并迅速壮大着以大规模使用高杠杆负债融资方式的对冲基金。更为甚者，连一向谨慎的商业银行和创设衍生工具的投资银行也禁不住诱惑，大举投资，并深陷其中。由此，形成了一个怪圈：房地产的需求和价格上升吸引了大量的金融投资，而大量的金融投资又进一步推高了房地产的需求和价格。泡沫开始吹大。

并不是所有的人都无视美国房地产泡沫化的加速。事实上，自 2004 年 6 月，美国不断提升联邦基金利率达 17 次之多的事实，本身就隐含了这一担心。然而，直到 2007 年前美国仍未止住房地产泡沫化的势头，一个重要原因在于衍生品风险定价的迷失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融的核心问题是风险。作为风险处置机构的金融机构对风险进行定价是其第一要务，不能定价的风险不构成金融产品。从风险定价的角度观察，风险是未来的不确定性，而不确定性是服从概率分布的，所谓风险定价是在对概率分布的估计的基础上的补偿。从这个意义上讲，金融产品实际就是一个风险合约。因不同的投资者风险承担能力不同，根据他们不同的风险偏好，寻找出风险等级不同的资产，以满足投资者的需要；或者是根据资产的风险特征设计出不同风险等级的产品，销售给不同风险偏好的投资者。在这一风险定价的过程中，形成种类繁多的金融产品，出现低风险、低收益、高风险、高收益的不同组合。

从风险的角度观察住房抵押按揭贷款，可以看到首付和未来收入调查文件的意义。当存在首付时，如果房价下跌不超过首付额，一旦违约（断供）贷款人的损失成本大，自愿性违约风险就会较小。这时如果还有违约发生，则可能是不自愿的，即其个人未来收入出现困难，造成对银行还款来源的枯竭。那么银行有必要在放贷前对其未来收入做尽职调查，以保证银行的还款来源。在上述两道风险防范的基础上，银行要求的住房抵押，就构成最后一道防线。其作用在于一旦上述两道防线失守，银行可将抵押房产出售变现，覆盖风险。所谓“零首付”、“零文件”的次级住房抵押贷款风险大，就在于它只有最后一道防线。一旦房地产价格下降，不仅违约率会上升，而且其抵押品也有可能不足以覆盖风险。

按照金融学风险处置的原则，较高的风险具有较高的溢价，次级住房抵押贷款的利率高于住房抵押贷款的利率，由此加工而成的次级住房抵押贷款的次级债务（RMBS），收益率自然高于住房抵押贷款的正债（MBS）。尽管次债较高的收益率对投资者是有吸引力，但毕竟有较大的风险。为了增加市场的流通性，投资银行机构将正债、次债等与房地产抵押贷款相关的债券放在一个资产池中，重新组合出债务抵押债券（CDO）进行出售。如果正债占的比重高，则风险相对小，其评级相对高，反之亦然。依此推演，可将 CDO 再进行诸如按优先偿还顺序等其他方式的再组合，形成 CDO 平方、CDO 立方……这里需要特别注意的是，从 RMBS 向 CDO 的转化中，采用的是风险分散的技术。而在风险被平均化的同时，却出现了风险定价的迷失：即作为基础资产的住房抵押贷款的风险特征被改变了，至少被模糊了。更为甚者，作为对冲风险的工具，信用违约掉期（CDS）的广泛采用，进一步加深了这种风险定价的迷失：即风险实际上被担保，意味着基础资产的风险特征彻底消失。

其实，在风险定价迷失前，包括评价评级公司在内的金融机构已经面临怪诞的困惑：如果有支付能力的优质按揭和无支付能力的次级按揭的购买者都买了相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同地段，相同质量的房产，出现了其基础资产同质，而信用不同的定价难题。换言之，基础资产（房产）同是优质资产，按照评级应为A级，但是信用不同，次级抵押贷款信用差，则应风险溢价，也就是说其证券化产品收益率高。对投资而言，同样的资产，不同的收益率，有何理由不选择投资同样资产而收益率较高的呢？投资者踊跃进入，推动了金融衍生品市场的大发展。以债务抵押债券为例，债务抵押债券作为一种避险工具面世于1987年，一直无人问津；到1996年后，却以每年150%的高速增长；到2006年累积发行了55万亿美元。与此同时，2007年底，信用违约掉期的市场规模也膨胀到62万亿美元之多。在投资者的热捧下，定价的迷失已无人深究，房地产泡沫化的势头不减，严重抵消了美联储加息的努力。

然而，泡沫终究是要破的，与以往房地产周期一样，利率上升，月供额增加，违约的风险加大；而房价下跌，违约率现实的上升，以此为基础资产的债券价格下跌。与以往房地产周期所不同的只在于：创设发行债务抵押债券的金融机构无法通过融资再发行新的债务抵押债券，于是大泡泡不能为更大的泡泡所覆盖。在债务抵押债券无法偿还投资人投资时，杠杆融资从放大盈利转变到放大亏损，尤其是在以“市场对价”和资本风险权重的会计准则下，资产减计会以超调的方式在更大程度上放大亏损，顷刻吞噬金融机构的资本金。金融机构像“多米诺骨牌”一样，一家连着一家倒闭。区区次债产品的危机，从资本市场传递到信贷市场，进而传递到货币市场，形成了全面的金融危机，并开始波及实体经济，蔓延到全世界。

从金融学的角度观察，这里我们至少得到以下三点启示。

首先，不确定性的本质就在于不确定。风险固然可以分散，可以转移，但风险不会消失，当局部的风险转移到外部时，局部风险消失了，但外部的风险却在累积，出现了1+1>2的现象，成为系统风险。

其次，金融机构的核心功能是风险处置，但在这一处置的过程中，出现了定价迷失的怪圈，债务抵押债券和信用违约掉期在将风险平均化的过程中有意无意地改变了基础资产的风险特征，使全球衍生品远远背离了实体经济。

第三，金融衍生品在埋头致力于对冲不确定性的同时，却使信息的不对称性大大加剧，从次级住房抵押贷款到信用违约掉期再到次级房屋贷款债券价格综合指数（ABX），如此长的产品链条，使人们很难了解其基础资产的风险状况，并造成监管当局的迟钝，贻误了处理危机的最佳时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统性金融风险与国际金融体系再造

发生在美国的次债产品危机迅速传递到全世界，并愈演愈烈，成为全球性的金融危机，这是人们所始料未及的。从直接原因看，它是金融产品风险定价的迷失所引起的。雷曼兄弟垮台，其总裁富尔德在国会作证中称，他在整个过程中的决策都是正确的，而且美国相关的监管机构也是知晓的，无人认为是有问题的。然而，如前所述，每一环节、每一局部的操作得当并不意味着不会出现系统性的错误。系统性错误是 1+1>2 的结果。而纠正这一错误，就一定要改善系统。换言之，系统性错误由本系统的性质所决定。依此，由次贷的个别产品的危机扩展成整个世界金融体系危机，这一事实表明现在的世界金融体系存在着系统性的缺陷，这突出体现在以下两个方面：第一，在金融活动日益全球化的今天，缺少跨国乃至全球性的系统金融监管；第二，在经济活动日益全球化的今天，以美元为中心的国际货币体系不能反映经济格局变化的现实。

现行的国际金融体系起源于第二次世界大战后国际政治经济和金融秩序的新安排。这一安排反映了美国崛起的新事实：表现在政治方面，是以《雅尔塔协定》为基础的联合国体制；表现在经济方面，是以关税贸易总协定组织及其随后演变的 WTO 为基础的自由贸易体制；表现在金融方面，是以布雷顿森林体系为基础的国际金融体制。

就布雷顿森林体系而言，它包括相互联系的三个方面内容：美元同黄金挂钩，各国货币同美元挂钩，固定汇率制。其核心是以美元为中心，这体现为两个方面：第一，美元是全球的结算和支付货币，美元进入各国外汇储备，美联储因此就具有世界中央银行的地位，各国中央银行因此成为从属性的，是即成为维护美元稳定的美联储的执行机构；第二，各国货币通过与美元挂钩，使金融机构的监管事实上置于美国监管政策的统一协调之下，各国金融监管当局成为以美元为轴心的被动监管者。显然，在这一体系中，美元的稳定是基础。为了稳定美元，在体系的最初安排中，美元同黄金挂钩，1 盎司黄金等于 35 美元，也就是期望通过黄金供给量的自然增长稳定美元的币值；期望通过黄金内在平衡机制，约束金融机构的行为，实现被动监管，通过上述期望来保障整个体系的安全。

然而，自布雷顿森林货币体系设立的那一天起，其内在就存在着一个不可能的矛盾——“特里芬难题”：当美元成为中心货币，美国就必须持续地保持国际收支逆差，至少保持国际收支中经常项目或资本项目的某一项逆差，因为只有逆差全球才有美元用于结算和支付，但是美国国际收支或国际收支中某一项的长期持续逆差将不可避免地导致美元的持续贬值，美元就不会稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战以来，国际金融体系的演变史就是这一“特里芬难题”矛盾的演变史。20世纪四五十年代，基于美元作为全球结算、支付货币的地位，美元的国际收支的资本项目开始出现逆差，但由于其经常项目仍然有较大顺差，国际收支仍在顺差状态。进入60年代，美国的经常项目开始出现逆差，使整个国际收支出现逆差。美元币值的稳定开始出现问题，境外美元开始向美联储诉求兑换黄金，爆发了美元危机。起初，美联储尚能满足兑换需求，久而久之，随着兑换压力越来越大，美元更依赖布雷顿森林体系所规定的各国央行共同稳定美元的责任，即各国央行通过抛出本国货币买入美元，干预汇市。经过10次大的美元危机后，因特里芬难题的内在规律性，美元难以稳定，各国也难负重任。1971年，美国尼克松政府宣布美元开始浮动，美元与黄金开始脱钩，并于1976年以《牙买加协议》的形式正式确认了这一事实。

布雷顿森林体系瓦解，世界金融体系丧失了稳定机制。一方面，美元与黄金的脱钩使美元丧失了稳定的内在基础，使过去的强制性但统一的国际货币政策开始向国别自主但分散的货币政策转变；另一方面，浮动汇率制的实行，出现了汇率波动的风险，在凸显了对这些风险定价的金融机构监管的必要性的同时，却丧失了跨国系统性监管的基础。

美元与黄金脱钩，世界进入后布雷顿森林时代，全球金融的决策由集中走向分散。这在增强国际经济的竞争性、提高经济活力的同时，也种下了国与国之间无序性的种子，呼唤着新的国际金融秩序的安排，而发展中国家的呼吁尤为强烈。但是，发达国家出于对自身既定利益保护的短见，却不以为然。美元尽管不是全球唯一的结算、支付货币，但仍然独大。于是故事以其自身的逻辑逐步但顽强地展开了。

布雷顿森林体系的崩溃，浮动汇率制的流行，汇率风险加大，为进行正常的国际贸易，锁定汇率风险就成为必要。出现了最早的衍生避险工具——远期汇率买卖，而汇率的波动与各国的利率变动息息相关，于是出现了货币掉期，进而在此基础上一步步发展复杂的基于利率、汇率及各种波动率的衍生工具。衍生工具的风行不仅为贸易提供了避险工具，而且由于其具有盈利的可能性也为投资商提供了投资工具。各类投资机构，尤其是以养老金为代表的大型投资机构开始涉足这一投资市场，推动了资本的跨国流动，迫使美英等发达国家不得不放松资本管制。这反过来又催发了一大批以此为生的投资机构的涌现，各种对冲基金层出不穷。在市场竞争的压力下，美国和英国相继放松经纪商佣金在内的各种金融管制措施。在英国出现了1996年“金融大爆炸”的激进性改革，在美国1998年则出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台了“金融服务现代化法案”。由此，竞争的压力和高额利润的诱惑以及由此而来的监管放松，原来以中介服务面目出现，以手续费为生的投资银行逐步放弃其传统营生，向对冲基金方向转化；原来以美元为主的商业银行也开始加入其中，开始依靠其资本和网点优势发展的中间业务，成为资本市场中坚力量。30年代大危机所建立起来的分业经营的界限逐渐开始模糊。

在利润的驱动下，人们致力于衍生工具的研究，逐渐形成了以布莱克—肖尔斯资产定价模型为代表的风险定价体系（该定价模型的创立人也因此获得了诺贝尔经济学奖），使其成为家喻户晓、被世界金融机构遵循的普遍准则。人们以此为基础发展出复杂的金融工程技术，使风险定价向概率事件延伸，金融衍生品大行其道，成为推波助澜的新动力。其中有三项不能不提。第一，资产证券化。由于包括房贷、信用卡贷款、汽车贷款、公司贷款、生贷款在内的各种基础资产都可以证券化，壮大了投资品市场。更为重要的是，资产证券化是建立在信托责任基础之上的，而信托中的“破产隔离制度”，可以使利益相关方“不因他人过失而受到损害”，从而备受投资者青睐。第二，包括结构性投资载体（SIV）在内的各种特殊目的机构(SPV)的创设。由于特殊目的机构的广泛采用，使金融机构，尤其是商业银行可进行资产负债表外的业务经营，而不受资本充足率的约束。这种表外经营是以进入信托状态的证券化资产为基础的融资活动。其融资所得不进入资产负债表，而经营所得却进入管理者的损益表，从而备受金融机构的青睐。第三，债务抵押债券，尤其是信用违约掉期的流行。进入信托状态的证券化资产，与利益相关方的资信状态无关，是相对于“整体信用”的“结构信用”，即结构金融。而债务抵押债券和信用违约掉期又模糊并改变了基础资产本来就不完善的结构风险的特性，使监管者、中介机构和投资者都陷入风险定价的迷失之中。于是出现了这样一种循环：利润的驱动推动了金融产品创新，金融产品创新又增大了盈利的可能性空间。雪球越滚越大，金融创新逐渐脱离了实体经济的需要，而成为一种自我满足、自我循环的虚拟经济。反映在美国资本市场上，就是金融股的比重陡然上升，由1980年的5.2%上升为2007年的23.5%，从一个侧面反映出经济虚拟化程度的快速提高。与此同时，为了满足这种金融自我不断膨胀的需要，发达国家不得不不断向发展中国家施加压力，要求其放松资本管制，在21世纪全球都被卷入到金融一体化的浪潮之中。

在这个故事的展开过程中，失去黄金约束的美元，要求美联储更加谨慎地履行全球中央银行的职责，更加努力地维护美元的币值稳定。然而欧元的诞生，挑战了美元的霸权，从根本上动摇了当代国际货币体系世界货币的统一性。当美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内长期财政赤字和居民低储蓄造成经常项目的逆差时，美元大量流出境外，刺激了美元境外资产的膨胀，并导致美元汇率的持续下跌，也使欧元的汇率不断升值。其结果，欧元取代美元成为国际债券和票据市场发行增长最快的币种，截止2007年12月欧元在国际债券和货币市场份额已达49%，欧元占世界官方外汇兑储备的比例也从1999年的18%上升到26.5%。于是，在两大国际货币共存的情况下，一个主要货币的扩张导致另一个主要货币的扩张。而美联储却有意无意地利用了黄金约束的放松，肆意用扩张性货币政策来刺激美国经济，致使美元一贬再贬，美元与黄金的比价，由当年的35美元贬值为今天的接近1 000美元，40年间贬值了近30倍。反过来也会必然导致欧元内在价值的贬低。

由上，失去约束的弱势美元与失去监管的金融膨胀相互交织、相互激荡，使故事的情节快速展开，国际贸易增长速度快于全球GDP的增长速度，而国际金融市场的增长速度又快于国际贸易的增长速度。国际金融一体化快于实体经济的全球化。表现在国际金融市场上，2002～2007年，各国货币当局的外汇储备大幅飙升，从2.4万亿美元膨胀到6.4万亿美元，五年内扩张了2.67倍；国际债券和票据市场从9.3万亿美元膨胀到22.8万亿美元，5年内扩张了2.45倍；全球对冲基金从不到1万亿美元膨胀到1.9万亿美元，5年内扩张了1.9倍。整个世界进入一个金融资产泛滥的境地，而故事的终篇就成为今天我们所共同面对的金融危机。而在金融危机中，以国际货币基金组织(IMF)为代表的已有的国际组织那种无力无为、令人失望的表现，又进一步增添故事的悲剧色彩。

痛定思痛，金融危机使人们猛醒，全球系统性金融风险预示着只有改革全球整个金融体系才能克服和防范，几点共识已逐步形成。

第一，全球性的金融危机以及由此可能导致的全球性经济危机，需要全球的共同行动。覆巢之下，安有完卵，只有包括积极的财政政策和宽松的货币政策在内的全球联手的共同救援行动，才能制止危机的深化和蔓延。

第二，在全球化的今天，跨国金融监管实为必要。这不仅需要全球制定统一的金融机构的行为准则，会计标准及监管指引等，而且需要改造现有的国际组织，改善其功能以增加其协调能力。

第三，国际金融体系的改革，有一条重要的原则必须体现，即必须尊重国际经济格局，并反映这一格局的变化，其中重点在于充分体现众多发展中国家的利益和诉求。

第四，金融紧急救援与市场原教旨主义。2008年9月是戏剧化的一月。次级按揭贷款危机度过14个月后终于演变成全面的金融灾难。9月7日两房被美国政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府接管；9 月 15 日美国第四大投资银行雷曼兄弟宣布破产；当日第三大投资银行美林被收购；9 月 16 日美国第一大保险公司美国国际集团又被政府接管……如同瘟疫蔓延，恐慌的投资者避之不及、纷纷逃离。资金市场借贷利率基准，即伦敦市场隔夜拆借利率急速飚升到历史高点，接近 70%，但既是如此，依然由于缺乏相互信任，银行间的短期拆借几乎停滞。整个经济体系由于不能获得正常运转所必需的资金，实体经济开始面临严重衰退。无奈之下，美国财政部急就三页纸，抛出了为数 7 000 亿美元的救援计划，即“问题资产救助计划”（Troubled Asset Relief Program），请求国会批准。

然而，接下来的事更具有戏剧性。在金融危机火烧眉毛之际，问题资产救助计划却在国会引起了轩然大波。各种尖锐对立的意见纷至沓来。计划书也由最初的三页纸加长到一百多页，标题也由《问题资产救助计划》变成《紧急经济稳定法案》。可还是于 9 月 29 日，被国会众议院以 205 票比 228 票否决。举步维艰的华尔街再次经历了恐怖的一天，道琼斯指数下跌 777.68 点，标准普尔 500 指数下跌了 8.77%。这是 1987 年以来最大单日跌幅。虽然市场的崩溃最终逼出了共识。10 月 3 日该法案终于获得通过。但法案已增长到 400 页纸，其中增加了不少限制性的条款，财政部首期可动用的资金也从 7 000 亿美元减为 2 500 亿美元。

抛开美国国会两党政治争斗及其他技术细节不谈，《紧急经济稳定法案》难产的症结在于是否符合自由市场经济的原则。来自肯塔基州的美国共和党参议院邦宁（Tim Bunning）在银行委员会的听证会上讲：“这个法案等于美国老老少少每个人都要贡献 2 300 美元的税金去拯救华尔街，是把华尔街的痛楚散布给普通纳税人。这样的行为是金融社会主义，十分不美国”。

20 世纪 70 年代，布雷顿森林货币体系的瓦解和石油危机的冲击，使美国经济陷入滞胀的泥沼。人们开始反思美国的经济历程，认为滞胀是第二次世界大战后长期奉行的凯恩斯主义，即政府干预经济的恶果。欲拔出泥沼，必先放弃凯恩斯主义，取而代之的是新自由主义的兴起。在新自由主义思潮支配下，英国的撒切尔政府和美国的里根政府调整了宏观经济政策的方向，相继出台了一系列政策，通过削减社会福利等办法缩小政府开支，限制政府对经济的干预，放任并鼓励市场的发展。这种基于市场可以自动平衡、可以自我修复的共识，形成了一整套以里根经济学命名的自由主义的经济政策。

20 世纪 90 年代，随着苏联解体、东欧剧变，市场经济体系扩展到全世界。在有些人看来，这既意味着“历史的终结”，也意味着世界可以按照纯粹的市场经济原则重新建构。在学术界出现了市场原教旨主义化的倾向。按照已故法国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名社会学家皮埃尔 · 布尔迪厄十年前《新自由主义的本质》一文的分析：新自由主义是一整套话语逻辑，在当代世界已居支配地位，而其本质是“一个旨在破坏一切妨碍纯粹市场机制运行的群体性组织的工程”。这种话语体系认为，经济世界是纯粹的、完美的世界，要实现一个纯粹和完美的市场，才能建立这一世界。任何可能对纯粹市场法则形成障碍的集体结构都要被摧毁。而金融市场是市场体系中最精致、最脆弱的机器，它不仅体现了市场经济的最高理念，同时又是值得精心维护的。依此，解除金融管制不过是建立市场体系整套行动步骤中的一步，而且是关键的一步而已。既是在金融危机肆虐的当下，2008 年 10 月 7 日，1992 年诺贝尔经济学奖的获得者加里 · 贝克尔在《华尔街日报》上发表文章“我们没有走向衰退”，认为目前的危机决非经济大萧条。政府不应该救市，那些没有市场的金融产品应该在市场运转中自我消亡。如果贸然救市会造成道德风险，应该相信多年以来金融市场的自我调节能力。换言之，由于金融市场的精致与脆弱，因而最值得捍卫，即使在政府就原计划已经颁布以后。

那么，金融市场真的就天衣无缝地运转有效，其自我调节能力就真的可靠吗？ 2008 年 7 月，2001 年诺贝尔经济学奖的获得者约瑟夫•斯蒂格利茨在曼彻斯特大学举行的经济政策创新讨论会上，发表了“2007/2008 金融危机以及微观经济学后果”一文，并于 9 月在美国新共和杂志又发表了题为“溃败：没有制造业，没有新观念，我们经济以什么为基础？”的文章。他认为，“金融市场被比作经济的大脑，它应该分配资本，同时也管理风险。”“金融体系最新的创新是用于设计获利机制，这种获利机制大部分是异常不透明的，但是这套获利机制却允许产生与社会利益不相称的大量收益——这些都是所谓的私人报酬。按照经济学原理，市场竞争使利润趋向于零，但在通常情况下，这一原理却是显得并不可靠：这是因为信息的不完全（源自不透明）带来的不完全竞争。当年复一年，一家家银行获得的金钱如此之丰厚，人们就应该怀疑某些事情出错了。”

什么事情出错了？市场经济在运行中，必然伴随着未来的不确定性和信息的不对称性。如果未来的不确定性尚可用对冲的形式加以防范，成为金融市场衍生产品发展的理由的话，那么信息的不对称性靠什么来纠正呢？斯蒂格利茨在微观层次再次揭示了一个几乎被市场原教旨主义者所忽视的问题：在市场经济中个人利益最大化的自利行为并不必然导致社会利益的最大化。所谓“金融体系的最新创新是用于设计获利机制”，本身就表明了在信息不对称的情况下，存在着这样的机会，使“这些狂热的赌徒不只在用他们自己的钱赌博，他们也在用别人的钱赌博。他们让整个金融体系处于险境——事实上，是让整个美国的经济体系处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险境。”换言之，个人利益最大化的自利倾向不仅不会导致整个社会福利的最大化，反而若放任自流，个人利益的最大化又往往会建立在公共利益被蚕食的基础之上。从一定意义上讲，金融危机的爆发实际上标志着这种蚕食难以为继。

依照上述分析，我们可以还原一下美国金融救援计划的争论要点。它大致可分为相互平行但又相互交织的三个层次。

第一层次，从财务角度审视救援计划的财务安排的合理性。美国财政部和联储，作为财务专家，深知化解当下的金融危机，靠救市或托市是无法解决问题的。只有深入金融机构内部，从清理其资产负债表入手，尽快建立将不良资产剥离的机制，以金融机构健康的资产负债表来重建市场的信心。救援计划期望通过运用“远期模拟市场交易”模型将政府救市成本延展到远期，从而可在即期收购金融机构的不良资产，救助金融体系，重建市场信心。显然，在以财政部为代表的纳税人远期利益最大化和金融机构为代表的即期市场信心的恢复之间的平衡成为关键。财政部认为，由于市场的过度恐慌，金融资产的价格可能已经超跌，而一旦金融市场运转正常，资产将会显著升值。在此预期基础上，财政的操作也会相对简便，救援资金不进入当期财政拨款，不列入当期财政赤字，等远期卖出后，再将买卖轧差来冲销救援成本。如果不足，则不足部分在进入财政赤字；如果超出，超出部分则表现为财政盈余。由此，美国财政部最初三页纸的《问题资产救助计划》的落脚点实质上是类似投资银行的债务重组计划，在技术层面是可行的。

第二层次，从宏观经济角度审视救援计划的经济政策的合理性。从 20 世纪 70 年代末以来，美国逐渐放弃了凯恩斯主义，反映在宏观经济政策上，一是不再以促进经济增长为目标，因而熨平经济周期也不再是政策基点，即凯恩斯扩张性宏观经济政策不再长期化；二是与上述相关联，财政政策不再一味扩张，平衡财政成为新的出发点。与之相适应，宏观经济政策更多表现为货币政策，美联储开始扮演主要角色。上述变化便是人们所熟知货币主义取代凯恩斯主义（主要是希克斯的凯恩斯主义动态化过程）。然而，宏观经济政策毕竟是政策，是可以调整的，更何况，不反周期并不意味着不反危机。从这个意义上讲，凯恩斯主义并不是消失了，而是暂时被冷藏起来了。与此同时，人们看到，如果政府的财政介入，帮助金融机构解决不良资产，也会使这些不良资产形成一个价格底线，从而促进这些资产的流动性，让市场重新运转，而健康的新的资产负债表，在恢复投资者信心的同时，可以再度融资和放贷，稳定实体经济。由此短期宏观经济政策的改变是可以理解的，凯恩斯主义的重新回潮亦可以接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三层次，从机制的角度审视市场的失灵。这是一个更为深刻且带有哲学味道，甚至被意识形态化的命题。如前所述，市场是会失灵的，其失灵的核心在于每个人在谋求自我利益最大化的过程中并不必然导致整个社会利益的最大化。如果又缺乏外部监管，信息的不对称性往往会导致“搭便车”式的损人利己的机会主义行为。在这个意义上讲，理性取向的经济并不等于现实的经济。理论的市场经济是经济学的逻辑，纯粹化的市场经济是经济学的分析框架，完美的市场经济是经济学家追求的目标，而现实中的市场经济则是受一系列现实条件所制约的真实经济运行。而现实条件的变化自然会影响其运行方式。换言之，真实的市场经济既不是纯粹的，也不是完美的，一味的坚持纯粹和完美的市场经济只能成为原教旨主义者，而与现实无关，于事无补。从现实出发，通过外部监管来克服市场的失灵，也就成为或许具有实用主义色彩的现实选择。从哲学意义上讲，此次金融危机凸显了一个深刻的矛盾：一种建立在竞争和效率基础上的经济法则与服从于正义原则的社会法则的对立。在这样一个深刻冲突面前，实用主义的选择立场只能是：在现实的世界中，这一对立的协调只能有赖于对市场的外部监管，即在金融自由化的过程中，寻找金融创新与金融监管的平衡点。

由上，关于金融救援的争论似乎可以做一个简单的总结。争论尽管扑朔迷离，但实质不在于财务安排是否可行；不在于凯恩斯主义是否回潮，而在于市场是否可以纠正乃至避免市场的失灵。如果不能，就需要从外部帮助市场，克服其失灵。从这个意义上讲，金融危机救援后的包括监管在内金融市场基础设施建设更为重要。

这里，也给我们一个重要的启示。市场经济有利于改善资源的配置效率，但也存在缺陷。在坚持市场经济的同时，也应警惕市场原教旨主义。依此类推，作为市场的扩展，经济全球化也是历史的必然，各国经济相互依存的自由贸易体制是注定要发展的。在这个经济区域一体化的世界里，我们所需要做的只是完善在市场经济条件下的监管，尤其是完善全球的监管，以克服市场的失灵。我们所需要防止的既是放任自流的金融自由化，又是以邻为壑的贸易保护主义。

中银国际首席经济学家　曹远征／文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录　全球金融危机大事记

2007 年

2 月 13 日

美国抵押信贷风险浮出水面。

汇丰控股为在美国的次级房贷业务增加 18 亿美元坏账拨备。

美国最大次级房贷公司全国金融集团（Countrywide Financial Corp）减少放贷。

新世纪金融公司（New Century Financial）发出盈利预警：去年四季度业绩可能出现亏损。

4 月 4 日

新世纪金融公司裁减半数员工，申请破产保护。

4 月 24 日

美国 3 月成屋销量下降 8.4%。

7 月 10 日

标准普尔和穆迪下调次级抵押贷款债券评级，全球金融市场震荡。

7 月 19 日

美国第五大投行贝尔斯登旗下对冲基金濒于瓦解。

8 月 6 日

房地产投资信托公司 American Home Mortgage 申请破产保护。

10 月 28 日

受次贷减记影响，美林首席执行官斯坦 · 奥尼尔宣布退休。

11 月 4 日

花旗首席执行官查尔斯 · 普林斯辞职。

2008 年

3 月 16 日

贝尔斯登出售给摩根大通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 月 7 日

美国政府接管房利美和房地美。

9 月 14 日

美林证券被美国银行收购。

9 月 15 日

雷曼兄弟控股公司宣布申请破产保护。

9 月 16 日

美国政府将美国国际集团收归国有。

9 月 17 日

巴克莱低价收购雷曼兄弟北美业务，摩根士丹利股价下滑，投资者信心剧减，股价一跌再跌，创 1998 年来的新低；摩根士丹利和美联银行（Wachovia）展开合并谈判。

9 月 16 日

美国信贷危机开始向货币市场蔓延，Reserve Primary Fund 因减计雷曼债券，导致其资产净值下跌，成为 14 年来第一只导致投资者亏损的货币市场基金。

9 月 18 日

布什政府提出一个总额高达 7 000 亿美元的救市计划。

9 月 19 日

美国主要基金公司 PUTNAM 宣布将旗下一只超过 120 亿美元的货币市场基金清盘。

美国财政部和美联储宣布为美国货币市场基金行业提供担保支持。

9 月 21 日

高盛、摩根士丹利变身银行控股公司。

9 月 22 日

日本最大的银行集团三菱日联金融集团（UFJ）宣布将入股摩根士丹利。

日本野村控股宣布收购雷曼兄弟亚洲业务。

9 月 23 日

“股神”巴菲特向高盛注资 50 亿美元，高盛宣布将通过发新股额外集资 50 亿美元，此举为其 2000 年以来的第一次公开增发。

野村控股宣布收购雷曼兄弟在欧洲和中东的业务。

9 月 25 日

华盛顿互惠银行被美国联邦存款保险公司接管，成为美国历史上倒闭的最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模的储蓄银行；摩根大通接手华盛顿互惠银行大部分存款和分支机构以及部分其他业务。

9 月 28 日

因金融援助计划而延长会期的美国国会，终于就 7 000 亿美元的救市计划实施细节达成一致。

9 月 29 日

荷兰、比利时和卢森堡三国政府对富通银行注资 112 亿欧元，并获其 49% 的股份。

英国财政部对宾利银行（Bradford & Bingley）部分实施国有化。

冰岛政府宣布购入第三大银行 Glitnir 75% 的股权。

德国政府宣布为地产融资抵押银行（Hypo Real Estate，HRE）提供总额达 350 亿欧元的贷款。

9 月 30 日

比利时、法国和卢森堡三国对比法合资的德克夏（Dexia）银行注资 64 亿欧元。

10 月 3 日

富国银行（Wells Fargo）从花旗手中抢购美联。

荷兰政府将富通在荷兰的银行和保险业务国有化。

10 月 4 日

美国总统布什签署 7 000 亿美元金融救援方案。

德国地产融资抵押银行（HRE）宣布，受到德国政府支持的 350 亿欧元救援计划无法成行，正寻求其他方法挽救业务。

10 月 5 日

德国政府将对 HRE 的贷款总额提高到 500 亿欧元。

10 月 6 日

美联储将对商业银行的贷款规模增加至 9 000 亿美元，并准备为商业银行的存款准备金支付利息。

比利时政府将富通的比利时业务国有化，后将 75% 富通的银行股权出售给法国巴黎银行。

10 月 7 日

美联储宣布设立商业票据融资工具，将直接购入商业票据。

美联储进一步扩大短期标售工具的信贷规模，第四季度通过短期标售工具投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放的流动性将达 1.35 万亿美元。

冰岛政府宣布接管陷入困境的本国第二大银行 Landsbanki。

道琼斯指数四年来首度跌破万点。

10 月 8 日

英国政府宣布总额为 5 000 亿英镑的救市计划，作为这项计划的一部分，英国将向银行体系注资约 500 亿英镑，购买银行的优先股。

美国、欧盟、英国、加拿大、瑞典、瑞士的六大央行同时降低基准利率 50 个基点。

10 月 9 日

冰岛政府宣布接管该国最大的商业银行 Kaupthing。

美联储再向美国国际集团融资 378 亿美元。

10 月 10 日

西班牙政府批准组建一个 300 亿欧元的基金，用于收购该国银行的低流动性资产，该基金规模可追加至 500 亿欧元。

10 月 12 日

欧元区 15 国领导人在法国巴黎举行有史以来的首次峰会，会议通过了一项大规模的救助计划。根据会议发表的声明，欧元区国家政府将在 2009 年年底前，为银行五年期以下的新发债务提供担保，并通过取得优先股的方式向银行直接注资，以缓解银行因为信贷紧缩而面临的融资困难。

10 月 13 日

法国总统萨科齐宣布推出 3 600 亿欧元的救市计划。

10 月 13 日

英国向三大银行注资 370 亿英镑，苏格兰皇家银行（RBS）和另一家银行 HBOS 被部分收归国有。

大摩与三菱日联金融集团达成注资协议，后者将入股摩根士丹利 21% 的股份。

10 月 14 日

梅隆公司为政府“不良资产救助计划”实施托管。

美国公布首轮救助方案细节。

欧盟委员会批准英国政府提出的总额高达 5 000 亿英镑的大规模救市方案。

10 月 17 日

德国通过 5 000 亿欧元救市计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 月 20 日

拉美各国央行将联手应对金融危机。

荷兰政府向荷兰国际集团大规模注资。

韩国政府实施大规模金融救援计划。

10 月 29 日

美国财政部开始启动总额为 2 500 亿美元的救市资金直接购买银行股份，资金的一半将首先用于入股花旗、摩根大通等九大银行。

美联储和中国及挪威均宣布降息。在此次降息中，美联储将基准的联邦基金利率下调 50 个基点至 1%。美联储目前已将利率下调至 2001 年经济衰退结束以来的低点，上一次达到这一水平是在 2003 年和 2004 年。

10 月 31 日

巴克莱将筹集不超过 73 亿英镑以补充资本金，以达到英国金管局的资本监管要求，计划包括向中东主权财富基金募集资金。

11 月 3 日

巴西第二大非国有银行 Itau Holding Financeira SA 将以全股票方式收购较小的竞争对手 Uniao de Bancos Brasileiros SA（简称 Unibanco），合并后的公司将以约 2 600 亿美元的总资产跃升为拉美最大的银行。资产规模仅次于 5 家美国银行。

11 月 4 日

挪威央行（Norges Bank）周二向挪威各家银行推出一系列注资举措，向市场注入美元和克朗资金。

11 月 5 日

民主党总统候选人奥巴马以压倒性优势战胜竞选对手共和党候选人麦凯恩，当选美国历史上第一位黑人总统。

11 月 15 日

G20 峰会在美国首府华盛顿召开，包括中国在内的新兴市场国家与欧美国一道，共同探讨全球金融危机的应对之策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名词解释

次级抵押房贷

指银行针对信用记录较差的客户发放的房贷。正常情况下，这样的客户很难从银行贷款。2001~2005 年，美国楼市火热的时候，很多按揭公司或银行为扩张业务，介入次级房贷业务。一般发放次级房贷，银行能收取更高利率。

债务抵押债券（Callateral Debt Obligations，CDO）

资产抵押证券的一种，属于结构性信贷产品的范畴。债务抵押债券往往是基于一系列可产生固定收益的资产投资组合，比如房屋按揭贷款。评级机构根据债务抵押债券所基于的资产质量，按照评级由高到低把这些资产划分为不同的投资类别，包括高级类、夹层类和股权类。股权类的资产是未获评级的。一旦房屋按揭贷款发生违约的情况，先发生损失的便是股权类。评级越低的类别发生损失的风险越大，利息也就越高。

结构性投资载体（Structured Investment Vehicle，SIV）

是一种账外投资工具，银行发行利息较低的短期票据和中期债券，所得收益用于投资高收益资产，例如债务抵押债券，所发行票据与结构性证券之间的差额就是银行能得到的利润。金融机构近年来广泛应用 SIV，是回避资本充足率要求所致，也是危机隐而不彰的重要原因。

信用违约掉期（Collateral Default Swap，CDS）

信用违约掉期是一种证券衍生产品，相对于对冲特定资产（多为债券）支付风险的一种保险产品，它的价格上升即表明，市场认为其所保险的资产出现支付困难。

裸卖空

指投资者没有借入股票而直接在市场上卖出根本不存在的股票，在股价进一步下跌时再买回股票获得利润的投资手法。进行“裸卖空”的交易者只要在交割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日期前买入股票，交易即获成功。由于“裸卖空”卖出的是不存在的股票，量可能非常大，因此会对股价造成剧烈冲击。在金融危机的处理过程中，美国政府一度禁止裸卖空的交易。

优先股

在此次危机的公司重组方案中被广泛使用。优先股指持股者可先于普通股持有者按固定比率参与分红的股票，如果公司倒闭，优先股持有者也先于普通股持有者分得资产清算的收益。参加分红的优先股，持股人不仅有权获得规定的正常红利，而且还可以根据普通持股人分得红利的多少获得额外的股利。优先股一般都没有投票权。

伦敦银行间同业拆放利率（LIBOR）

国际银行同业市场上银行间相互提供贷款时收取的利率，由英国的几家主要银行每天确定一次。伦敦银行间同业拆放利率是所有浮动利率交易（包括发行浮息票据）的主要参考利率。LIBOR 和美国三月期国债间的息差被认为是流动性松紧的风向标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跋　与民间力量一起成长

汪丁丁

（一）

《财经》乃民间社会一株小草，它与民间力量一起成长。它相信，只有民间力量的成长，才能够有效地遏制“大政府”与“大公司”的垄断倾向。也是基于对民间力量的信任和对公共空间的渴求，多年来，《财经》坚持不懈地争取新闻自由，为公众对公共政策的知情权奋斗不息——这就是十年来我参与并观察《财经》的结论。

过去的十年风雨，需要放到过去三十年的背景中，再做思量。

刚刚过去的三十年，是对“无产阶级文化大革命”的反动过程，故而，自由市场的经济体制与政治体制，是这一过程的潜在趋势。基于民众在 1949 ～ 1979 年期间计划体制之下的生活体验，自由市场作为一种潜在趋势，在此后步入改革开放进程的中国社会里获得了自我实现的巨大动力。

与此同时，自由市场明确地要激发和试图满足每一个卷入市场生活的人的私欲——它在许多方面是阴暗的和具有破坏性的——并因此而使资源配置变得更有效率。“让一部分人先富裕起来”的政策没有明确界定让谁先富裕起来，但内置于自由市场机制的效率与私欲之间的逻辑关系意味着，那些更少限制地追求私欲并懂得借助于他人私欲的人将会先富裕起来。为什么“剥削有功”？因为剥削者可以极大地改善资源配置效率，故有功于社会整体。

鉴于上述种种，我以为始有《财经》对于中国转型期社会根本问题的根本立场：既坚持效率原则又坚持正义原则，既赞同市场化改革又批判市场之弊端，既要引领潮流又要批判社会。

很显然，一个没有批判的市场经济不可能演变为健康的市场经济；同理，一个从不反省的自由社会终将失去自由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）

基于这一立场，在市场曾经或仍然弱小的领域里，《财经》为其鼓而呼之。例如，它在电信业支持反垄断和自由竞争的运动，在银行业主张脱胎换骨的改革迎接“市场大考”，在教育领域和医疗卫生领域坚持批评“大政府”及其官僚化倾向，在劳动力市场批评极端不发展的状况和“反市场”政策，等等。

另一方面，在市场已经占据着主导位置的领域里，《财经》更多地报道其弊端并予以批判。例如，它在金融领域和土地开发等领域批判营私舞弊，揭露黑幕，反对不负责任和无视伦理的自由放任，在环境保护、文化遗产、食品安全等问题上主张以更有效的政府监管来弥补企业伦理的普遍缺失。

也是基于这一立场，可以看到《财经》对“大政府”和“大公司”保持着同样的批判态度，因为它们内置了“利维坦”倾向，它们都倾向于垄断——对自由的垄断。并且，我们尤其警惕和批判这两种垄断势力相勾结的倾向。当然，转型期的中国社会，不得不容忍一个异常庞大的政府。因为转型期内的政府必须部分地履行它在传统计划体制下的各项职能，同时还必须履行它在新的市场体制下的各项职能。然而，一切政府，内在地具有“利维坦怪兽”冲动，这是一项无可否认的事实，如同“绝对的权力绝对地趋于腐败”是一项无可否认的事实一样。

（三）

事实上，以往十年的中国政府行为大致可分为两个阶段，即 1998 ~ 2003 年，及 2003 年以来。

后一阶段，政府行为最显著的特征就是“迅速官僚化”，尤其是在市场最可能失灵的领域，如“教育”和“卫生”，以及所谓“需要宏观经济调控”的诸领域。辨其原因，主要是财政收入的增长速度持续多年，大大超过了国民可支配收入的增长速度，导致中央和各地政府部门对国民经济的影响力及相应职能的迅速扩张；与此同时，政府行为并未发生显著改变，其基本模式仍是官僚化的。

与后一阶段相比，在前一阶段，政府试图在计划经济与市场经济这两种本质不同的行为模式之间实现职能转换。但是政府官员们的思想方法及对现实经济问题的理解，在很大程度上仍陷于旧的计划时代的惯式；他们常常以计划方式求解市场问题——典型的例如，曾引发经济学家群体的广泛批评的“粮食政策”，所谓“粮食流通体制改革”。一般而言，以计划方式求解市场问题的政府行为，被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

群众称之为“瞎指挥”。与此同时，腐败，在金融领域、电信领域、石油、铁路、航空、电力以及一切被美其名曰“天然垄断”的领域里，随着权力的扩展和诸如“投融资体制改革”、“住房体制改革”、“医疗保险体制改革”和“财税体制改革”而迅速蔓延，成为那一时期中国政治经济生活中的阴暗部分。

十年间，中国经济发展过程引发的许多深层问题都开始“浮出水面”。其中，最具广泛和深远影响的是“劳动—资本”关系问题，与此密切相关的是国有企业“职工下岗”潮，以及劳动者自发组织的维权行动。主要由于各地政府沉迷于早已过时的惯式，劳动者维权困难重重，劳动的要素价格在市场上被普遍低估。中国经济结构难以获得“产业升级”的内在动力。

以往十年，国际社会发生的最具深远意义的事件，莫过于2001年9月11日震惊世界的恐怖主义袭击。所谓“文明的冲突”，经这一事件演变成为以族群灭绝为特征的恐怖主义行动，所谓“种族恐怖主义”。这一事件迫使人们重新思考“全球化”和“现代化”的含义，寻求具有文化包容性和更好缓解文明之冲突的发展道路。

以往十年，中国社会经历的最具深远意义的事件，应属2003年爆发的SARS流行病及延续至今的可能爆发“禽流感”的持续威胁。这一事件不仅迫使中国政府重新建设全国性的疫病预防体系和应对重大自然灾害的非常规机制，而且迫使每一个中国人重新思考既有的生活方式与生态环境的关系。与此相关的，许多中国人也开始重新审视他们在医药、中西医关系、养生、修身、心理和心性等方面的不健康与不和谐状态。

今天，当市场不仅主导了我们的社会，且因它而生的经济发展的冲动正迅速耗尽我们社会的自然资源与文化资源时，当环境问题被主流社会“边缘化”的时候，鼓吹环境政策、支持环境运动、批评无节制的经济发展和廉价的工业化政策当为正途。

（四）

展望中国社会转型的最近的未来，我以为，应当相信，中国人均财富的持续增长，必会引发“衣食足而后知荣辱”之普遍诉求，从而“教育”和“卫生”必会成为中国人普遍关心的领域。就教制度而言，如钱穆指出，中国历史上曾经实施过的五大类制度，最符合现代教育原则的是“社会自由教育”，或可辅以“官办教育”和“官督民办教育”。可是关于社会自由教育，最大的阻力来自我们社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会根深蒂固的与"应试教育"相适应的价值观念。其次，阻力还来自政府官员的与计划体制相适应的意识形态。古今中西，教育必须有独立之精神和独立之权利，而后才可能培养具有高远之理想且能从事原创之学术研究和兼济天下之技能的人才。故而，教育之自由化是当务之急，教育成果之考核应退居次要或以"官督民办"方式实施。

就卫生和医疗制度而言，应当承认，现阶段，改革的基本方向应当是"市场主导的"或"官督民办的"，而不应是"政府主导的"或"官办的"。我们主张医疗服务的市场化供给制度——以医护人员为收益中心，逐步取消行政化的收益管理，逐步建立医疗保障体系和社区服务体系。政府应当做的事情是：(1)鼓励尽量多样化的消费者维权组织；(2)保护为消费者维权组织提供咨询的医疗专家的独立性；(3)资助或鼓励更加多样化的医疗服务供给方式，包括本土的和西方的医药研发以及本土的和西方的养生实践。

（五）

作为"结语"，应当承认，《财经》没有也不可能提供解决中国问题的完美处方。它努力做的，不过是在每一重大事件中运用独立判断能力，忠实记录时代和历史，而且一以贯之。我以为，这是《财经》与中国社会在它们共同的演化中求解中国问题的可靠途径。

作者为北京大学教授、《财经》学术顾问